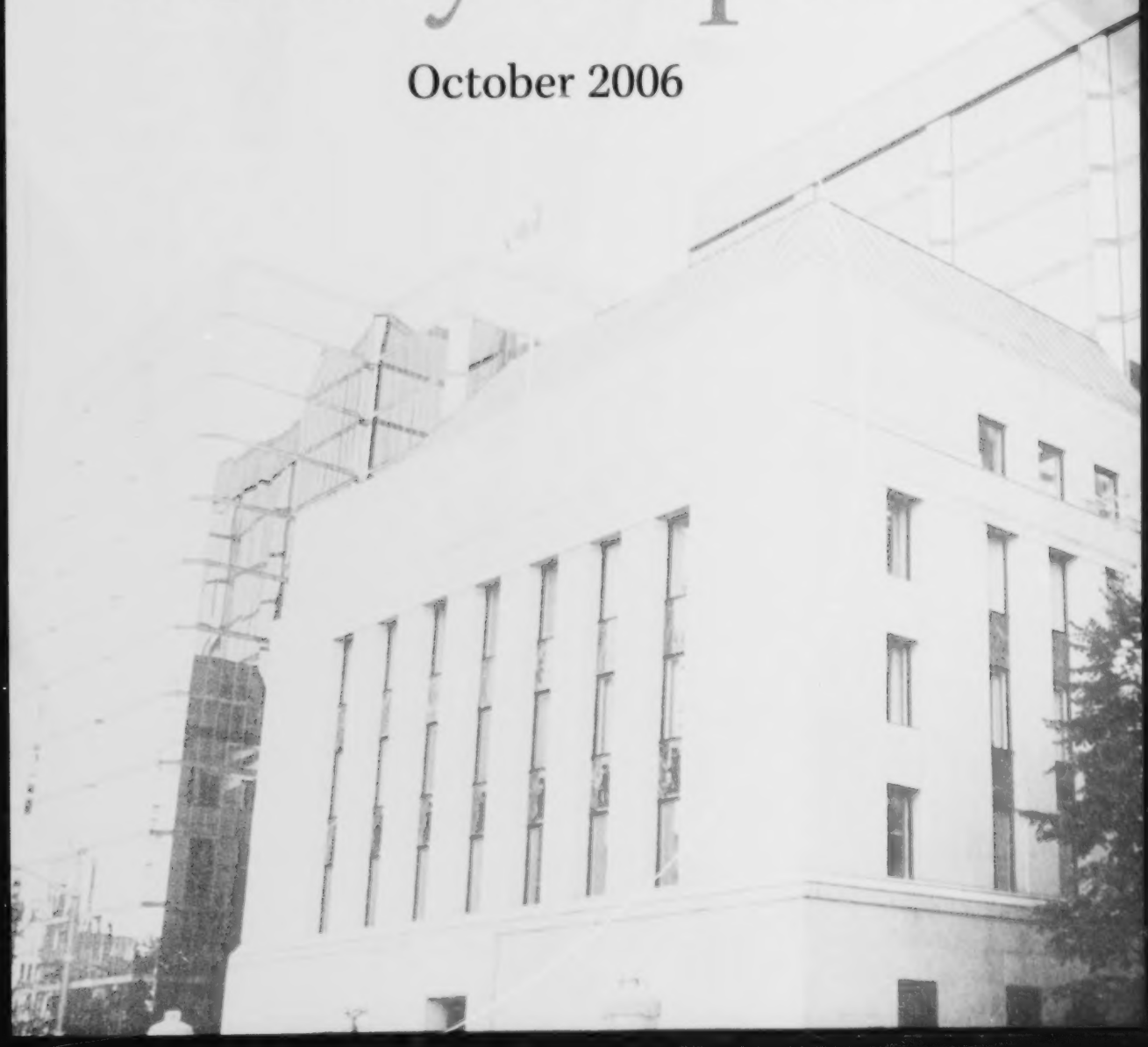
BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

October 2006



Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight prespecified dates during the year.

- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy aims to keep future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of underlying inflationary pressures than the latest twelve-month rate of increase in the total CPI (Macklem 2001; Armour and Laflèche 2006).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

5315
ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

2007-05243/

Contents

1. Overview 5

2. Recent Developments in Inflation 7

Inflation and the 2 per cent target 7
Factors at work on inflation 9

3. Financial Developments 18

Interest rates and exchange rates 18
Credit conditions and other financial developments 21

4. The Outlook 24

International background 24
Aggregate demand and supply in Canada . 27
The outlook for inflation 30
Risks to the outlook 32

Bibliography 35

Technical Boxes

1. Interpreting the Recent Behaviour of Exports 10
2. A New Exchange Rate Index for the Canadian Dollar 20
3. Linkages between House Prices, Credit, and Household Spending 33

1. Overview

The Canadian economy continues to operate just above its full production capacity, and the near-term outlook for core inflation has moved slightly higher. However, with the U.S. economy slowing more quickly than expected, the base-case projection for Canadian economic growth has been revised down slightly from that in the July *Monetary Policy Report Update*. Lower energy prices have led to a downward revision of the projection for total consumer price inflation. They have also contributed to moving the Canadian dollar into a somewhat lower trading range.

Although domestic demand in Canada has continued to grow at a robust pace, GDP growth in the second and third quarters of 2006 has been slower than expected, largely because of weaker net exports. A weaker near-term outlook for the U.S. economy has curbed the near-term prospects for Canadian exports and growth. As well, the Bank has lowered its assumption for potential growth to 2.8 per cent for the 2006–08 period, given recent developments in labour productivity. As a result of these factors, the Bank's base-case projection for Canadian GDP growth has been lowered to 2.8 per cent this year and 2.5 per cent in 2007. But with the U.S. economy projected to recover by the end of 2007, growth should pick up to 2.8 per cent in 2008. Such a profile implies that the small amount of excess demand now in the economy will be eliminated by the second half of 2007 and that the economy will then remain roughly in balance through to the end of the projection period.

With the economy currently in slight excess demand and with strong momentum in housing prices, core inflation is expected to move slightly above 2 per cent in the coming months. As the economy returns to potential and pressures from housing prices ease, core inflation should return to 2 per cent by the middle of 2007 and stay there through to the end of 2008.

Total CPI inflation will continue to be affected by the cut in the Goods and Services Tax (GST) and by developments in energy markets. Based on prices embedded in markets for energy futures, total inflation will likely average about 1 1/2 per cent through to the second quarter of 2007, before returning to the 2 per cent target and remaining there through to the end of the projection period.

The Bank of Canada left the target for the overnight rate unchanged at 4.25 per cent on 6 September and 17 October. The

This report includes information received up to the fixed announcement date on 17 October 2006.

current level of the policy rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the inflation target over the medium term.

As noted in the press release of 6 September, the risks around the base-case projection are judged to be a little greater than at the time of the July *Update*. The main upside risk relates to the momentum in household spending and housing prices. The main downside risk is that the U.S. economy could slow more sharply than expected, leading to lower Canadian exports. The Bank judges that the upside and downside risks to its inflation projection are roughly balanced.

The correction of global imbalances is unfolding in a benign, albeit slow, manner. However, in the absence of further appropriate policy actions, there remains a possibility of a disorderly resolution of these imbalances. Consequently, the balance of risks for global and Canadian growth is tilted slightly to the downside late in the projection period.

2. Recent Developments in Inflation

CPI inflation fell to 2.1 per cent in August from 2.8 per cent in May . . .

The 12-month rate of increase in the total CPI fell to 2.1 per cent in August from 2.8 per cent in May. This drop largely reflected the impact on consumer prices of the GST reduction in July 2006, as well as lower year-to-year increases in energy prices at the consumer level. If the effect of changes in indirect taxes is excluded, the rate of increase in the total CPI was 2.6 per cent in August.[1] The core rate of inflation, which also removes the effects of changes in indirect taxes, moved up to 2.0 per cent in July and August, after remaining at about 1.7 per cent over the first four months of this year.[2]

Inflation and the 2 per cent target

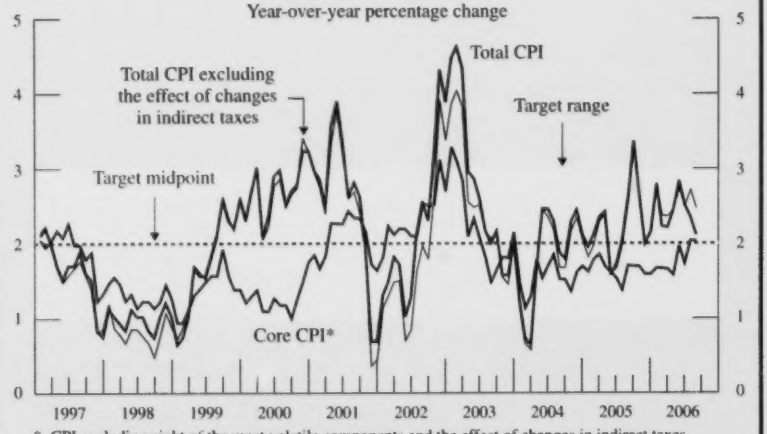
. . . but the August inflation rate was somewhat higher than expected.

While the rate of increase for the total CPI moved down close to the 2 per cent inflation target in August (Chart 1), it was somewhat higher than projected in the July *Update*. There was an upward surprise in the price of gasoline. As well, prices in the housing and service sectors increased at a slightly higher rate than

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

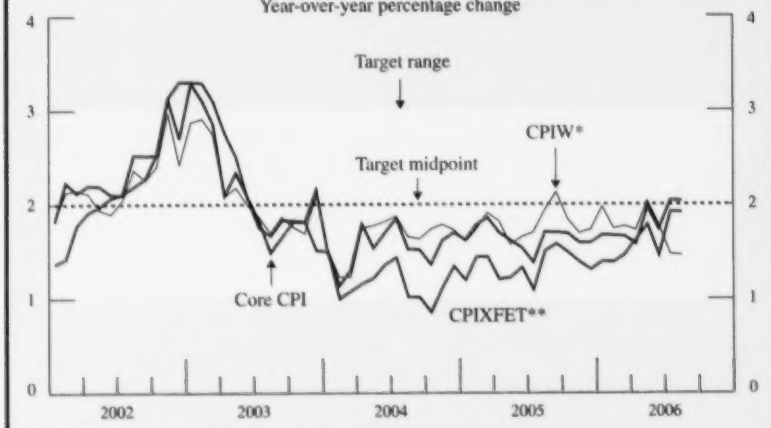
1. The combined direct effect of the 1-percentage-point GST reduction and small increases in other indirect taxes is now estimated to be a decrease of 0.5 per cent in the total CPI in July and August 2006. The magnitude of the decrease arising from the effect of changes in indirect taxes is slightly smaller than the previous estimate of 0.6 per cent, mainly because of increases in federal excise taxes on tobacco products and alcoholic beverages.

2. The core measure of inflation excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Chart 2

Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

expected. For instance, homeowners' replacement costs (an important component of core prices for shelter) have risen at a faster pace this year as a result of considerably higher prices for new housing, particularly in Alberta. Prices for other services have also increased at a slightly faster rate, mainly because of a modest rebound in automobile insurance premiums. Partially offsetting these upward pressures has been the decrease in the prices of many import-intensive goods, which reflects the effects of further declines in the world prices of many manufactured goods and the past appreciation of the Canadian dollar.

Core inflation moved up to 2 per cent in July and August.

The core rate of inflation moved up to 2.0 per cent in July—earlier than expected—and remained there in August. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank monitors have also tended to edge up close to 2 per cent, if the effects of changes in indirect taxes are excluded (Chart 2).[3] These increases in trend inflation measures are consistent with the Bank's view that the economy has recently been operating just above its production capacity.

3. It should be noted that CPIW, one of the trend inflation measures shown in Chart 2, is affected by changes in the GST and other indirect taxes.

Factors at work on inflation

Aggregate demand

Real GDP growth was weaker than expected in the second quarter.

Canadian real GDP, after growing at an annual rate of 3.6 per cent in the first quarter of 2006, rose by only 2.0 per cent in the second quarter, less than the 3.2 per cent projected in the July *Update*. Currently available information suggests that real GDP grew by about 2 per cent in the third quarter of 2006. This is also less than previously anticipated and reflects evidence suggesting considerably weaker inventory accumulation by businesses than in the second quarter.

There were strong gains in final domestic demand in the first half of 2006 . . .

Final domestic demand continued to be the major contributor to GDP growth in the first half of 2006, while net exports decreased over the period (Chart 3). Strong overall profitability and capacity pressures in a number of industries, combined with ongoing reductions in the prices of imported machinery and equipment and favourable financing conditions, supported marked increases in capital spending by businesses. With further substantial increases in real personal disposable income and household net worth (partly reflecting a considerable rise in housing prices), the growth of household expenditures was also quite robust over this period, picking up from the pace seen in the second half of 2005.

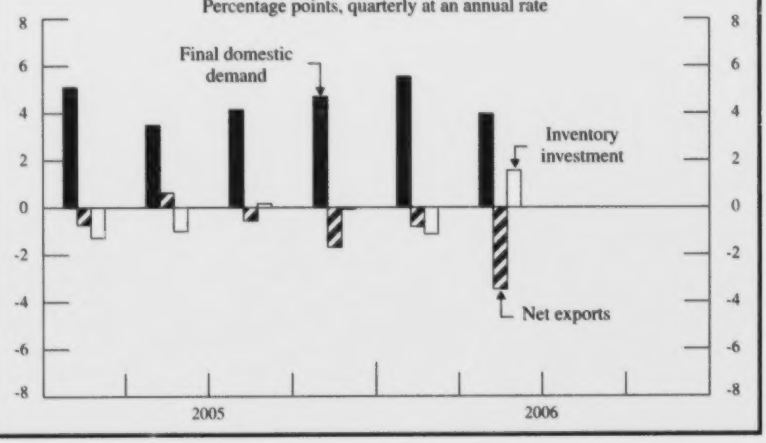
. . . but exports fell back, despite ongoing strength in the global economy.

Despite ongoing strength in the global economy, there was a broad-based decline in Canada's exports in the first half of 2006, which appears to be related to several factors (Technical Box 1). Exports of automotive products returned to more normal levels after being unusually high towards the end of 2005. Exports of

Chart 3

Contribution to Real GDP Growth

Percentage points, quarterly at an annual rate



Technical Box 1

Interpreting the Recent Behaviour of Exports

After experiencing vigorous growth during the second half of 2005, exports of Canadian goods and services fell in the first half of this year. This pattern is not well explained by standard macro export equations used by the Bank. Rather, it appears to be more related to specific factors, particularly developments in the automotive sector.

The expansion of the U.S. economy has been a positive factor for Canadian exports over the past several years, while the appreciation of the Canadian dollar has had a dampening effect. According to an estimated error-correction model,[1] the negative impact of the exchange rate moderated somewhat during the first half of 2006, and thus does not explain the slowdown in exports. Indeed, the model underpredicted growth during the second half of 2005, while overestimating it more recently. Thus, many of the recent movements in exports seem to be attributable to shocks that are not captured by this model.

An examination of the sectoral composition of exports suggests that developments in the automotive sector can explain in large part the difference between actual data and the model simulations. Exports in this sector experienced very strong growth during the second half of 2005. Canadian automobile exports relative to U.S. sales reached exceptional highs at the end of the year. During the first half of 2006, exports in this sector declined, and their relationship to U.S. sales started to return to more normal levels. Two further factors contributed to the strength of exports during the second half of 2005: the reopening of the U.S. border to live cattle from Canada and increased exports of lumber in anticipation of post-hurricane reconstruction. Conversely, during the second quarter of 2006, exports of machinery and equipment posted a sharp drop that the model did not predict.

For the second half of 2006, the model predicts robust export growth. According to the model, the dampening effect of the exchange rate will continue to abate, while the boost provided by expanding demand in the United States will diminish somewhat, reflecting in part the slowdown in the U.S. housing sector. Nonetheless, in the base-case projection presented in this *Report*, exports grow more slowly than the 6 per cent predicted by the model, largely because of further adjustments in the automotive sector.

Actual and Simulated Export Growth
(Annualized growth, per cent)

	05H2	06H1	06H2
Actual growth in exports	7.4	-2.5	n.a.
Simulated growth	3.9	5.3	6.0
Contribution of U.S. demand	6.7	6.6	4.6
Contribution of relative prices	-4.5	-3.2	-1.1
Contribution of other factors	1.7	1.9	2.5

1. This econometric model links the rate of growth in exports to movements in the principal components of U.S. demand, a measure of relative prices, and a measure of openness to foreign trade. It should be noted that the current version of the model differs slightly from that presented in Box 1 of the article "Exports, Imports, and the Appreciation of the Canadian Dollar," in the autumn 2005 issue of the *Bank of Canada Review*. In the current version of the model, residential construction has been added as a component of U.S. demand.

machinery and equipment also fell sharply in the second quarter of 2006. As well, the appreciation of the Canadian dollar over the past four years continued to restrain growth in the demand for Canadian exports. There are, however, indications that export growth revived in the third quarter of 2006, suggesting that some of the weakness in the first half of the year reflected transitory factors. With ongoing firm growth in final domestic demand, imports continued to rise markedly in the first half of 2006, although at a slower pace than was observed in the second half of last year.

Estimated pressures on capacity

Most capacity indicators suggest an economy in slight excess demand.

Although there has been some moderation of growth in recent months, most indicators of capacity pressures suggest that the economy was operating slightly above its production capacity in the third quarter of 2006.

With observed weakness in labour productivity growth, the Bank's conventional measure of potential output for the period since the beginning of 2005 was revised down slightly from the estimate used in the last *Update*.[4] At the same time, the weaker economic growth in the second quarter of 2006, combined with projected growth of 2 per cent in the third quarter (compared with a projection of 3 per cent in the July *Update*), implies that the level of activity in the third quarter was also somewhat lower than expected. These developments are reflected in the Bank's conventional measure of the output gap, which indicates that the economy was operating about 0.2 per cent above its production capacity in the third quarter of 2006 (Chart 4). This estimate is subject to a considerable degree of uncertainty, but the broad picture of an economy in slight excess demand is consistent with a range of other capacity indicators.

In the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, the percentage of firms reporting difficulties in meeting an unanticipated increase in demand remained above average (Chart 5). Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector also indicated above-average pressure on production capacity in the second quarter of 2006.

The employment-to-population ratio in September remains very high by historical standards, while the unemployment rate has stayed low. The underlying trend increase in wages seems to have risen further in recent months and now appears to be more

4. Potential output is now estimated to have increased at an annual rate of 2.7 per cent in 2005 and 2.8 per cent for the first half of 2006, compared with respective rises of 2.8 per cent and 2.9 per cent assumed in the last *Update*. The Bank's assessment of the underlying trend in labour productivity growth going forward has also been revised down, as discussed in the next section.

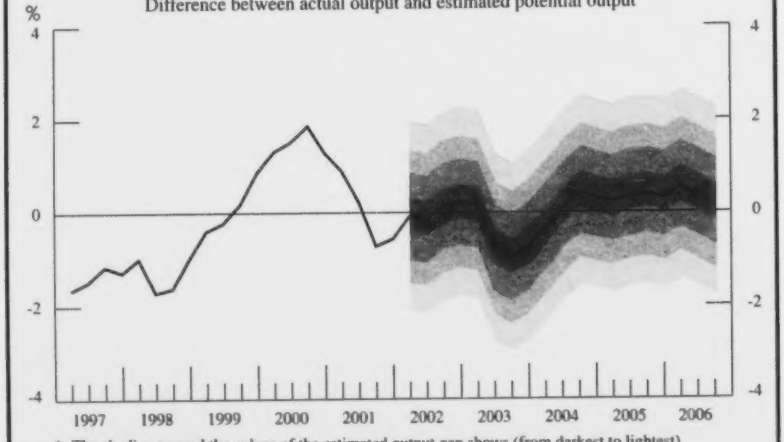
consistent with the indicators of tightness in labour markets than was previously the case.

Core inflation has been close to 2 per cent since May, despite ongoing downward pressure on the prices of globally traded durable and semi-durable goods. This appears to be consistent

Chart 4

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output

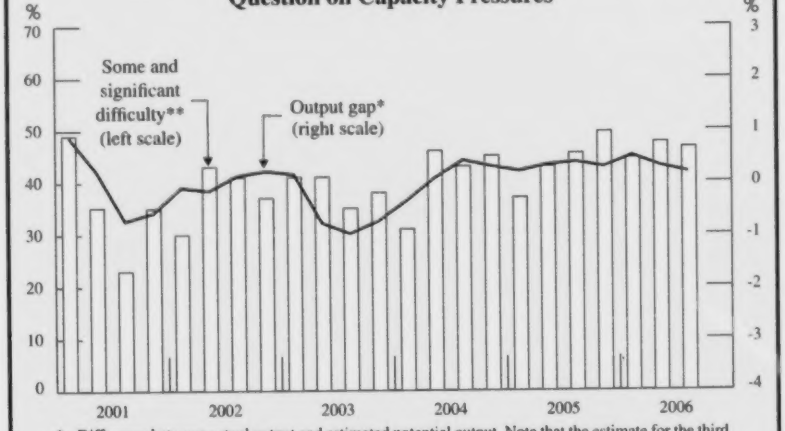


* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the third quarter of 2006 is based on a projected increase in output of 2 per cent (at annual rates) for the quarter.

Chart 5

Estimated Output Gap and Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output. Note that the estimate for the third quarter of 2006 is based on a projected rise in output of 2 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

with an economy that has been operating slightly above its production capacity.

Within these national measures, it is evident that capacity pressures continue to be strongest in the western provinces. There has been a marked pickup in housing price increases in Alberta and Vancouver and, at the same time, some moderation in price gains for housing in certain urban centres in Central and Atlantic Canada. Wage increases in Alberta also continue to be markedly higher than those in other parts of the country, reflecting the differing pressures in labour markets. The Bank's autumn *Business Outlook Survey* confirms that capacity pressures remain much more intense in the western provinces than elsewhere, with little change from the preceding survey.

After a review of all the indicators of capacity pressures, it is the judgment of the Governing Council that overall, the economy was operating just above its production capacity in the third quarter of 2006.

The economy was operating just above its production capacity in the third quarter of 2006.

Labour compensation and productivity

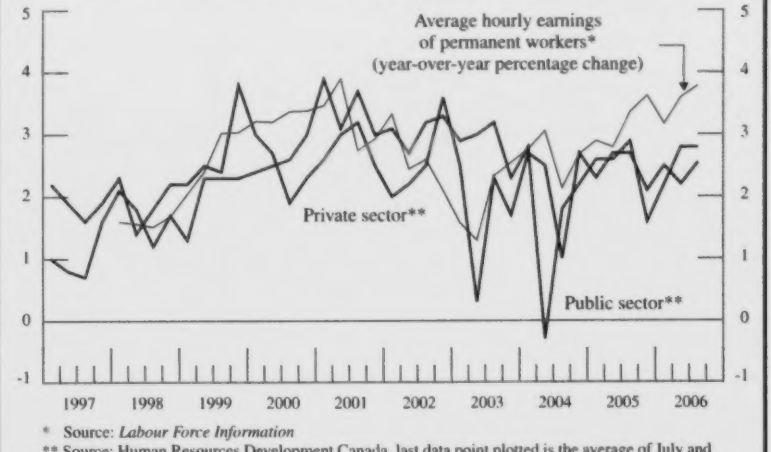
The trend growth in wages has continued to move higher in recent months and, as already noted, is now more consistent with other indicators of the degree of tightness in labour markets. This assessment is based on the 12-month change in average hourly earnings of permanent workers reported by Statistics Canada in the Labour Force Survey, which is considered to be a good indicator of the underlying change in wages. This measure suggests that the

Wage increases have moved up to between 3 1/2 and 4 per cent in recent months.

Chart 6

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



* Source: *Labour Force Information*

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted is the average of July and August 2006

rate of increase in aggregate wages has risen to between 3 1/2 and 4 per cent (Chart 6). The year-to-year increase in another indicator of compensation—hourly labour compensation from Statistics Canada's Productivity Accounts—which earlier on had been boosted by unusually large one-time payments, was also about 4 per cent in the second quarter of 2006 (Chart 7).

Labour productivity growth has been averaging below the assumed trend growth of 1 3/4 per cent . . .

Over the past three and a half years, productivity growth in the business sector has averaged 1.0 per cent. After little change in 2003 and 2004, productivity picked up considerably in 2005, growing by 2.4 per cent.[5] However, productivity growth appears to have slowed once again in the first half of 2006. In the absence of a sustained period with productivity growth above 2 per cent to offset the virtual absence of productivity growth in 2003 and 2004, the balance of risks around the Bank's previous assumption for trend productivity growth of about 1 3/4 per cent has shifted to the downside.

While assessments of trend productivity growth are difficult, the modest realized pace of productivity growth is consistent with an economy that is undergoing significant structural adjustment in the face of large movements in commodity prices, the marked appreciation of the Canadian dollar, and new sources of competition from emerging Asia. As discussed in previous *Monetary Policy Reports*, this adjustment involves a reallocation of labour and capital towards the production of commodities with significantly higher prices, and towards the non-tradable goods and services sectors.[6] During the adjustment period, capital and labour are likely to be less productive. Observed trends in productivity growth suggest that this adjustment is ongoing and may be having a larger and more protracted impact on productivity growth than previously projected. With this in mind, something closer to 1 1/2 per cent would appear to be a more balanced assumption for trend productivity growth over the next couple of years. With the assumption regarding trend labour input growth remaining at about 1 1/4 per cent, this implies potential growth of about 2.8 per cent.

. . . leading the Bank to revise down its assumption for trend labour productivity growth to 1 1/2 per cent.

When the modest observed productivity gains are taken into account, unit labour costs in the second quarter of 2006 were up 2.6 per cent from their level a year earlier. With recent compensation increases at between 3.5 and 4 per cent and with trend productivity growth now assumed to be about 1 1/2 per cent, underlying

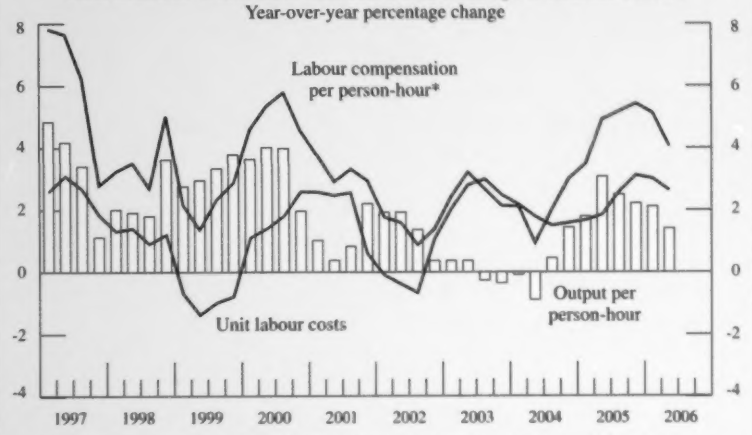
5. The year-to-year increase in productivity in the fourth quarter of 2005 had originally been estimated by Statistics Canada to be 1.5 per cent. This estimate has been revised upwards to 2.2 per cent, chiefly as a result of corrections to the estimates of hours worked in 2005.

6. See Technical Box 1 in the April 2005 *Monetary Policy Report* and Technical Box 2 in the October 2005 *Monetary Policy Report*.

Chart 7

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

increases in unit labour costs have risen but still appear to be in the range of 2 per cent.

Commodity and output prices and the terms of trade

The prices of non-energy commodities have remained firm, overall, since early July . . .

The prices of non-energy commodities have remained firm since the July *Update* (Chart 8). Metals prices have risen a little further, reflecting strengthening global demand and further production disruptions. Lumber prices, in contrast, have eased as a result of the downturn in the U.S. housing market.

. . . while the prices of crude oil and natural gas have fallen back.

The price of light crude oil (West Texas Intermediate), which was US$74 per barrel at the time of the July *Update*, averaged US$59 in the ten days ending on 13 October 2006. This decrease appears to reflect market expectations of a reduced supply risk and some easing in the prospects for global oil demand (resulting from the effect of persistently high oil prices). In recent weeks, natural gas prices were also somewhat lower than in early July, reflecting relatively high inventories following lower-than-expected demand for cooling in the late summer.

With the marked reduction in natural gas prices since the end of 2005, Canada's terms of trade fell back in the first half of 2006 (Chart 9). As a result, the four-quarter change in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) decreased from 4.1 per cent in the fourth quarter of 2005 to 2.8 per cent in the second quarter of 2006

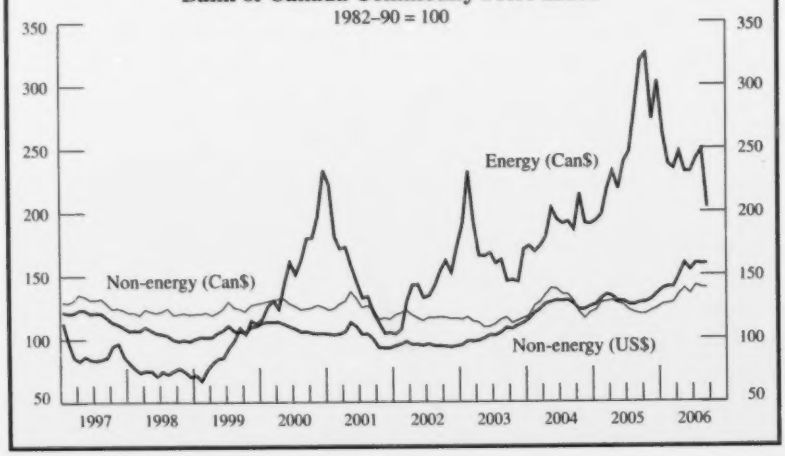
(Chart 10). Consequently, the year-to-year increase in nominal GDP moderated during this period, although still rising by some 5.7 per cent in the year ending in the second quarter of 2006. The resulting above-average increase in real income (defined as the difference between the year-to-year rise of nominal GNP and that of the deflator for final domestic demand) was still providing support for the considerable gain in final domestic demand.[7]

The recent decline in the prices of crude oil and natural gas will likely lead to a further reduction in Canada's terms of trade over the remainder of 2006 and, therefore, to slower growth in nominal GDP. In turn, this reduced rate of nominal income growth can be expected to put some downward pressure on the growth of corporate profits and government revenues.

Chart 8

Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100



7. For a detailed discussion of the important role of terms-of-trade movements in explaining changes in real incomes in Canada, see Duguay (2006).

Chart 9

Terms of Trade

The price of exports relative to the price of imports (1997 = 100)

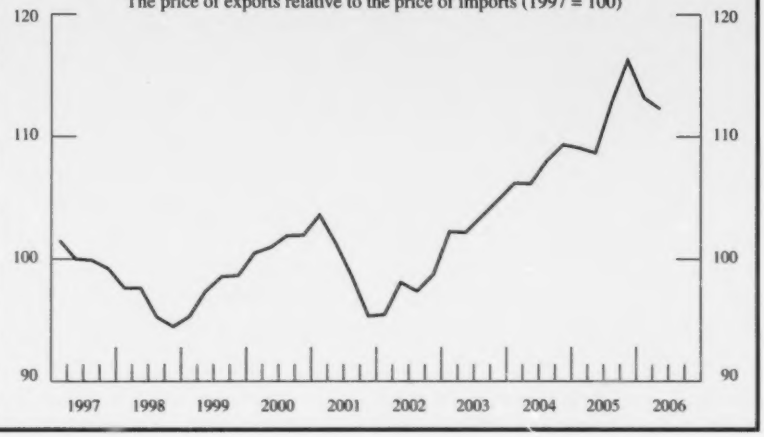
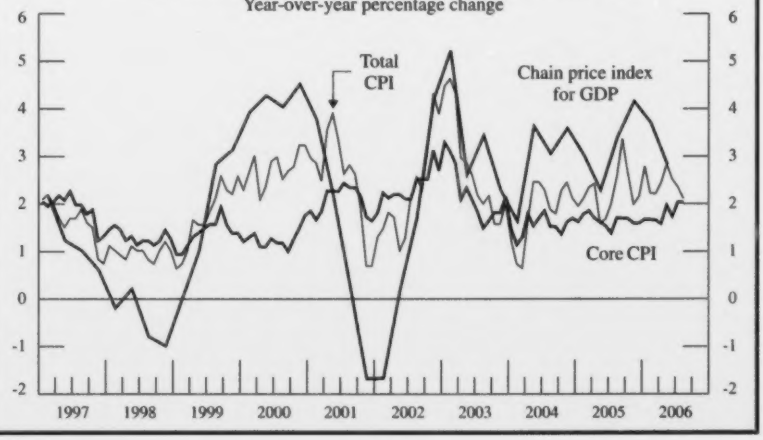


Chart 10

Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI

Year-over-year percentage change



3. Financial Developments

Interest rates and exchange rates

Policy rates in industrialized countries outside North America continued to move up . . .

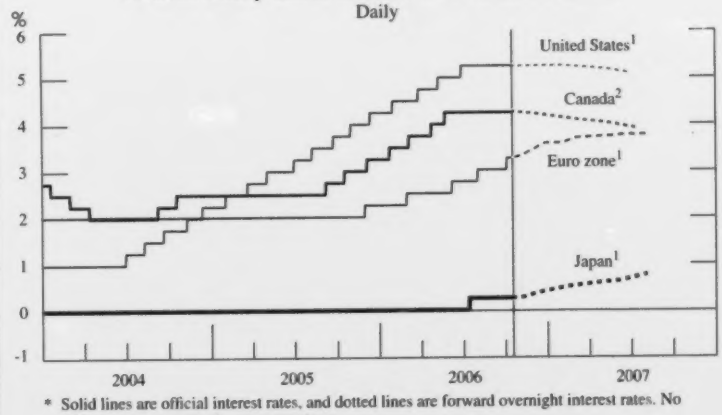
Since the July *Update*, policy interest rates have continued to move higher in a number of industrialized countries outside North America. The European Central Bank, the Bank of England, and the Reserve Bank of Australia have all raised their respective policy rates, and financial markets expect further policy tightening in 2006 and early 2007 (Chart 11). The Bank of Japan has also raised its policy rate, effectively ending its "zero interest rate policy," now that the Japanese economy appears to be on a sustainable growth path. In contrast, policy rates in both Canada and the United States have recently been left unchanged, following a number of consecutive increases. Short-term interest rates embody expectations that policy rates in these two countries will remain at their current levels for the rest of 2006 but decline somewhat in 2007.

. . . but in both Canada and the United States, policy rates have recently been left unchanged.

Chart 11

Official Policy Rates and Forward Interest Rates*

Daily



* Solid lines are official interest rates, and dotted lines are forward overnight interest rates. No adjustments are made for term premiums.

1. Foreign forward overnight rates based on the implied forward rate derived from the overnight index swap market for the respective country
2. Canadian forward overnight rates based on yields on bankers' acceptances (BAs) and three-month futures for bankers' acceptances (BAX)

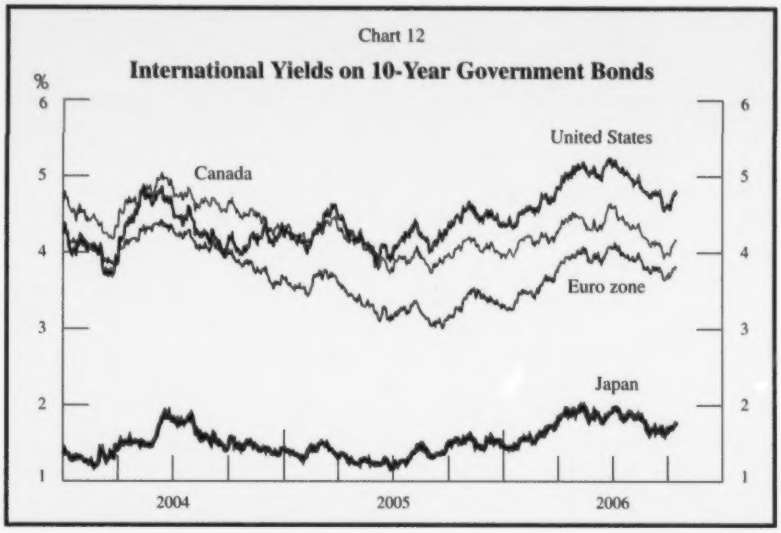
Yields on long-term bonds have decreased.

Despite some heightened inflationary concerns among market participants at the time of the last *Update*, inflation expectations in major industrialized countries have since moderated, partly reflecting the recent decline in energy prices and the weaker growth outlook for the U.S. economy. Such developments have

contributed to the decrease in the yields on the long-term government bonds of major industrialized countries since mid-year (Chart 12).

Chart 12

International Yields on 10-Year Government Bonds



***The Canadian dollar has traded in a somewhat lower range than assumed in the July* Update.**

Currency markets have been relatively steady since the July *Update*, with many currency pairs trading in relatively narrow ranges. Over this period, the Canadian dollar has generally been within a range of 87.5 to 90.5 cents U.S., compared with the range of 88.5 to 91.5 cents U.S. for May to mid-July assumed in the projection in the *Update*. It would appear that the impact on the Canadian dollar from the decline in energy prices since July has been partly offset by an increase in currency flows related to cross-border mergers and acquisitions in Canada. Since the end of 2005, the Canadian dollar has also traded within a fairly steady range against the currencies of its other major trading partners (Chart 13 and Technical Box 2).

Technical Box 2

A New Exchange Rate Index for the Canadian Dollar[1]

The Bank has developed a new Canadian-dollar effective exchange rate index (CERI), to replace its C-6 index.[2] This new index better reflects the profile of Canada's international trade, including the increased importance of China and Mexico.

The CERI offers a major advantage over the C-6 index. It is calculated using a weighted average of multilateral trade weights, while the C-6 index uses simple bilateral trade weights. Unlike bilateral trade weights, multilateral weights account for third-market competition which, when added to information from bilateral trade numbers, gives a more accurate picture of the importance of a particular country in Canada's international trade. Third-market export weights capture the competition between two countries (domestic and foreign country) in all other markets. They are calculated by multiplying the foreign country's share of total supply in each third market by the relative importance of the third markets as destinations for the domestic country's exports.

The CERI also uses a broader measure of trade, which includes services trade, and is not restricted to industrialized countries. The Bank has taken the opportunity of moving to a new index to use more recent data in calculating the trade weights.

In choosing the currencies to be included in the new index, the Bank decided to use the currencies of countries with trade weights of 2 per cent or higher based on trade data for 1999–2001. From a set of 184 countries, five countries plus the euro zone satisfy this criterion. These six jurisdictions account for 86 per cent of Canadian trade based on the 1999–2001 data. The following table gives the weights for the currencies in the CERI.

Currency Weightings in the CERI and the C-6

Currency	CERI weights 1996–present (based on 1999–2001 multilateral trade data)	CERI weights prior to 1996 (based on 1989–91 multilateral trade data)	C-6 weights (based on 1994–96 bilateral trade data)
U.S. dollar	0.7618	0.5886	0.8584
Euro	0.0931	0.1943	0.0594
Japanese yen	0.0527	0.1279	0.0527
Chinese yuan	0.0329	-	-
Mexican peso	0.0324	0.0217	-
U.K. pound	0.0271	0.0368	0.0217
South Korean won	-	0.0307	-
Swiss franc	-	-	0.0043
Swedish krona	-	-	0.0035

1. An article describing the CERI in more detail can be found on the Bank's website at <www.bankofcanada.ca/en/rates/ceri.html>. It will also be in the forthcoming autumn issue of the *Bank of Canada Review*.
2. See <www.bankofcanada.ca/en/rates/mci2.html> for the definition of the C-6 index. Use of the C-6 index will be discontinued at the end of 2006.

Credit conditions and other financial developments

Business credit conditions remain very favourable . . .

Access to credit for the non-financial business sector has remained very favourable, at a cost comparable to, or in the case of debt financing, more favourable than that at the time of the April *Report*. Although strong cash flow has moderated firms' borrowing requirements, business credit has continued to grow at a rate above its historical average because of a marked increase in capital expenditures.

. . . owing to the health of the financial and non-financial business sectors.

Favourable credit conditions have been supported by above-average profit margins and the generally sound balance sheets of the non-financial business sector. There is, however, growing disparity in the profitability of various sectors, with resource-producing and domestically oriented sectors outperforming non-resource-based sectors exposed to trade.

Financial institutions continue to be in a good position to lend, as a result of their strong profitability, healthy balance sheets, and the low level of impaired loans. Financial markets also continue to have a healthy appetite for the security offerings of Canadian corporations. With Canada's economic outlook boding well for the business sector's profitability, firms should continue to have ready access to the funding needed for robust investment.

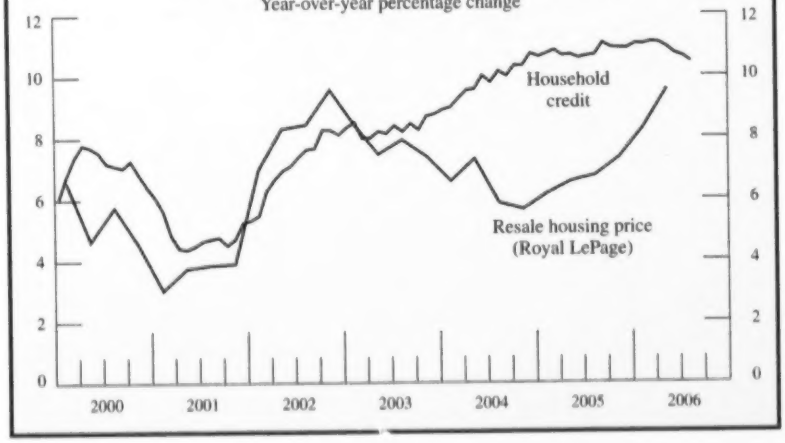
Marked gains in house prices have allowed households to continue to finance additional spending through secured borrowing.

Financial conditions also continue to provide strong support to household spending. Increases in house prices and household credit continue to be well above historical averages (Chart 14). This is allowing households to finance consumption with loans secured by home equity. This phenomenon is more pronounced in Western Canada, where house prices have risen dramatically over the past two years. Despite this strong credit growth, the debt-service burden of households continues to be modest, since rates on mortgages and consumer loans remain historically low.[8] These conditions continue to point to a strong underpinning for continued growth in household spending.

Chart 14

Household Credit and Resale Housing Price

Year-over-year percentage change



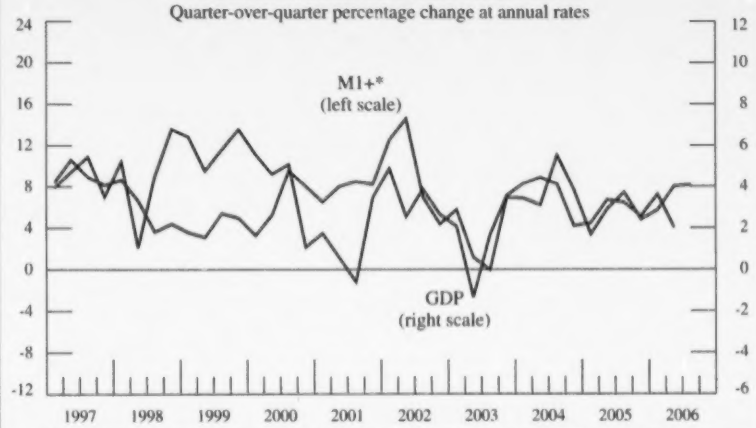
Since the last *Report*, growth in narrow money (M1+) has remained stable, driven by sustained strength in non-personal deposits resulting from firms' accumulation of cash balances. Narrow money growth suggests that near-term output growth will be slightly below the growth of production capacity (Chart 15).

8. The Bank has begun to examine the distribution of debt-service ratios across households. From a macro point of view, changes in this distribution over the past six years have been relatively small. In particular, there has been no significant increase in the percentage of households with high debt-service ratios. This December's *Financial System Review* will discuss this distribution from a financial stability perspective.

Chart 15

Growth of Real GDP and Real M1+

Quarter-over-quarter percentage change at annual rates



* Two-quarter moving average of growth in gross M1+ (deflated by the core CPI), one quarter earlier. M1+ has been adjusted to remove the effect of clone funds.

4. The Outlook

This section outlines the Bank's outlook for the global economy through to the end of 2008, followed by the associated projection for the Canadian economy. This base-case projection has been developed assuming a slow and orderly resolution of global imbalances resulting from supportive policy actions to rebalance global demand and a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar. Energy prices are assumed to evolve along a path that is consistent with current futures prices, and the Canadian dollar is assumed to remain within the recent range of 87.5 to 90.5 cents U.S. The section concludes with a discussion of the risks to the base-case projection.

International background

The global economy continues to expand at a solid pace . . .

The robust global expansion, under way for the past four years, is expected to moderate only slightly over the next two years. Overall, real global GDP is projected to grow solidly: by 5.1 per cent in 2006, 4.7 per cent in 2007, and 4.5 per cent in 2008 (Table 1). Economic growth in emerging markets has been particularly strong, with many countries benefiting from earlier increases in export earnings stemming from high commodity prices and from the continued expansion of domestic demand. The growth of the U.S. economy, which has been an important source of global demand in recent years, has moderated. The gradual slowing in overall global growth through the projection period reflects growing capacity constraints and the associated tightening in monetary policy by the major industrial economies.

. . . but growth in the U.S. economy has moderated.

GDP growth in China continues to surprise on the upside.

Growth in Asia (excluding Japan) continues at a robust pace, with China's vigorous economy still boosting regional growth rates. The outlook for real GDP growth in China and emerging Asia remains buoyant, with only a moderate slowing over the next two years. In Japan, solid growth in investment, and to a lesser extent, in consumer expenditures, is expected to underpin economic activity over the next few years through what is likely to be an extended period of fiscal consolidation. In the euro zone, output continues to grow, although the pace of expansion will be limited by the modest growth in productive capacity.

Table 1
Global Growth Projection

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Expected growth (per cent) and percentage point contribution to economic growth[b]			
		2005	Projection		
			2006	2007	2008
United States	20	3.2 [0.64]	3.3 [0.66]	2.6 [0.52]	3.2 [0.64]
European Union	19	1.6 [0.29]	2.5 [0.46]	2.0 [0.37]	2.0 [0.38]
Japan	6	2.6 [0.17]	2.7 [0.17]	2.0 [0.13]	2.0 [0.13]
China and Asian NIEs[c]	19	9.2 [1.72]	9.5 [1.77]	8.6 [1.61]	7.9 [1.47]
Others	36	5.7 [2.06]	5.7 [2.07]	5.7 [2.06]	5.3 [1.92]
World	100	4.9	5.1	4.7	4.5

a. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2005. Source: IMF, WEO Database, April 2006
b. Numbers in square brackets represent the contribution of each region to the global economic growth rate in percentage points.
c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.
Source: Bank of Canada

Slower near-term U.S. growth . . .

In the United States, real GDP is expected to grow 3.3 per cent in 2006, slightly lower than projected in the July *Update*. In recent months, there has been a pronounced slowdown in the housing sector, as well as weakness in the motor vehicle sector. The slowing evident in the second quarter is projected to continue through the second half of this year, with GDP growth likely to be in the range of 2 to 2 1/2 per cent at annual rates—below the level of potential growth of the economy, which is now estimated at about 3.0 per cent.[9]

. . . should reduce inflationary pressures in the United States.

The base-case scenario projects that U.S. real GDP growth will remain below potential output growth into 2007 before moving above potential through 2008. This implies that a small degree of excess supply would build in the United States before being gradually absorbed in 2008. With excess supply opening up in the U.S. economy, core inflation should move gradually lower.

9. Historical revisions to U.S. data from the first quarter of 2003 to the first quarter of 2006 indicate that real GDP growth over the period was weaker than earlier reported. Since much of the downward revision reflects lower investment growth, our base-case projection now includes less capital deepening and thus lower growth in U.S. potential output than previously estimated.

U.S. growth is projected to recover in 2008.

Domestic demand growth in the United States is expected to continue to slow into 2007, owing largely to a downturn in household spending on interest-sensitive goods, such as housing, motor vehicles, and other durables. At the same time, the low cost of corporate financing and strong growth in corporate profits are expected to continue to support investment. The projected strengthening of GDP growth in 2008 stems largely from two factors. First, the housing and auto sectors are expected to stop subtracting from growth. Second, with a further assumed real effective depreciation of the U.S. dollar of about 7 per cent over the projection horizon, and a strengthening in global investment which raises demand for U.S. capital goods, the growth in U.S. exports is projected to accelerate. This strengthening in export growth would contribute to a gradual improvement in the U.S. current account deficit.

There are signs of a rotation in global demand.

More broadly, with domestic demand expected to grow more slowly in the United States but more quickly in the rest of the world, demand is expected to be better balanced around the globe. In the base-case scenario, this rotation of demand is supported by the assumed depreciation of the U.S.-dollar real effective exchange rate, which is expected to occur mainly against the currencies of emerging Asia, Japan, and some of the oil-exporting countries that did not experience a significant appreciation in the 2002–04 period. These developments are consistent with an orderly resolution of global imbalances.

Futures prices for energy are much lower than in July.

Futures prices for crude oil and natural gas over the projection period are lower than those in the July *Update* (Chart 16). In the case of crude oil, this implies that prices would move up from their current level of just under US$60 per barrel to US$65 per barrel by the middle of 2007 and rise gradually to US$67 in 2008.

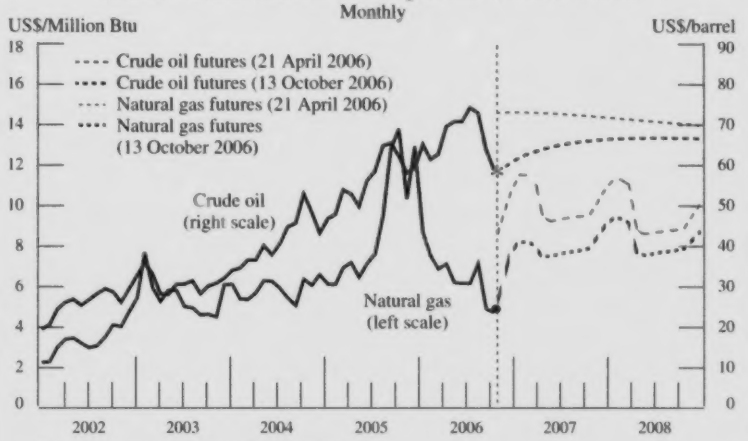
Base metals prices should remain relatively high.

The price index for non-energy commodities is expected to decline over the projection period from the high levels reached in the third quarter of 2006. This partly reflects anticipated reductions in metals prices as increases in global capacity come on stream. With the weakness in U.S. housing activity, lumber prices are likely to remain low. Even so, with global demand for commodities projected to remain relatively strong, in line with robust global growth, the overall level of non-energy commodity prices is projected to stay high in relation to historical norms.

Chart 16

Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices†

Monthly



* Spot price for crude oil (13 October 2006)

• Spot price for natural gas (13 October 2006)

† Based on an average of futures contracts over the ten days ending 21 April and 13 October 2006

Aggregate demand and supply in Canada

Growth in final domestic demand is expected to underpin the economic expansion in Canada.

In Canada, growth in final domestic demand is expected to continue to contribute importantly to economic expansion in the second half of 2006 and through 2007 and 2008.

Consumer spending is expected to grow at a robust pace over the projection period as a result of further gains in real disposable income and increases in household net worth. Housing investment, after another substantial gain in 2006, is projected to decline slightly in 2007 and 2008.

Business investment is projected to grow strongly. Factors supporting a strong expansion include current capacity constraints, expectations of ongoing growth in the global economy, indications that energy and metals prices will stay relatively high for some time, continued favourable financial conditions, strong profit levels overall and very solid balance sheets, and further reductions in the prices of imported machinery and equipment.

The base-case projection assumes that the government sector will run a balanced budget over the projection period. Consistent with slowing nominal GDP growth, growth in government revenues is expected to slow. The large surpluses that have been evident recently would imply that projected growth in spending by all levels of government will be above projected revenue growth for a period of time.

Net exports are projected to exert a drag on growth through 2007.

With the expected slowing in the growth of U.S. domestic demand into 2007 and the lagged effects from the past appreciation of the Canadian dollar, export growth is projected to be weak over the projection period. At the same time, continued substantial increases in investment in machinery and equipment, combined with the further impact of the past rise of the Canadian dollar, should help to boost imports. As a result, net exports should exert a significant drag on overall growth in 2006 and 2007, although this effect should ease over the projection period.

Canada's GDP is projected to grow by 2.8 per cent in 2006, 2.5 per cent in 2007, and 2.8 per cent in 2008.

The Bank's base-case outlook calls for economic growth, on an average annual basis, to be 2.8 per cent in 2006, 2.5 per cent in 2007, and 2.8 per cent in 2008 (Table 2, Chart 17). The outlook for both 2006 and 2007 is lower than that in the July *Update*. This lower growth mainly reflects two factors. First, the weaker U.S. economic outlook means that the projection for net exports and, to a lesser extent, investment has been revised down. Second, since the recent trend in labour productivity has been lower than expected (as discussed in section 2), the assumption for growth in production capacity from 2006 to 2008 has been revised down to 2.8 per cent.

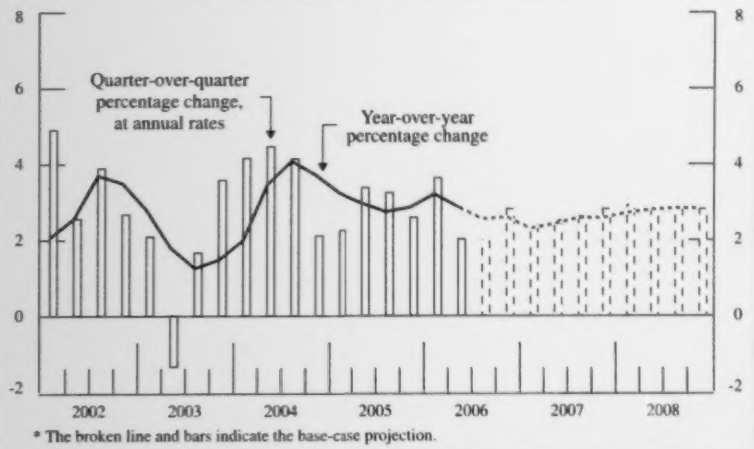
This profile for GDP growth implies that the economy would stay in slight excess demand over the near term, before moving back to its production capacity in the second half of 2007. The economy would then continue to operate at about full capacity through to the end of 2008. In this base-case projection, it is the near-term slowing and the subsequent pickup in the U.S. economy, combined with the lagged effects of past interest rate and exchange rate movements, that bring aggregate supply and demand back into balance and keep them there. Hence, in this projection, the current level of the policy rate is consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

Table 2
Contributions to Average Annual Real GDP Growth*
Percentage points

	2006	2007	2008
Consumption	2.2 (2.0)	1.8 (1.8)	1.7 (1.6)
Housing	0.2 (0.2)	-0.1 (-0.1)	-0.1 (-0.1)
Government	0.8 (0.8)	0.8 (0.8)	0.7 (0.7)
Business fixed investment	1.0 (1.0)	0.7 (0.9)	0.5 (0.6)
Subtotal: Final domestic demand	4.2 (4.0)	3.2 (3.4)	2.8 (2.8)
Exports	0.6 (1.1)	0.7 (1.2)	1.1 (1.2)
Imports	-1.9 (-2.0)	-1.4 (-1.7)	-1.1 (-1.2)
Subtotal: Net exports	-1.3 (-0.9)	-0.7 (-0.5)	0 (0)
Inventories	-0.1 (0.1)	0 (0)	0 (0)
GDP	2.8 (3.2)	2.5 (2.9)	2.8 (2.8)

*Figures in parentheses are from the base-case scenario in the July *Update*.

Chart 17
Real Gross Domestic Product for Canada*



* The broken line and bars indicate the base-case projection.

The outlook for inflation

Most indicators of inflation expectations remained stable over the past six months.

Most indicators of inflation expectations that the Bank follows have remained quite stable since the time of the April *Report*, and key medium- and longer-term measures continue to be close to 2 per cent. In the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, 78 per cent of firms expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years. This percentage of respondents was almost the same as in the previous three surveys. Furthermore, the average private sector forecast for total CPI inflation in 2007 was just under 2 per cent, and consensus forecasts of inflation over the longer term remained very close to 2 per cent.

Broad money (M2++) growth has risen to around 7 per cent (Chart 18), a rate which, if maintained, would be consistent with core inflation at about 2 per cent over the next year.

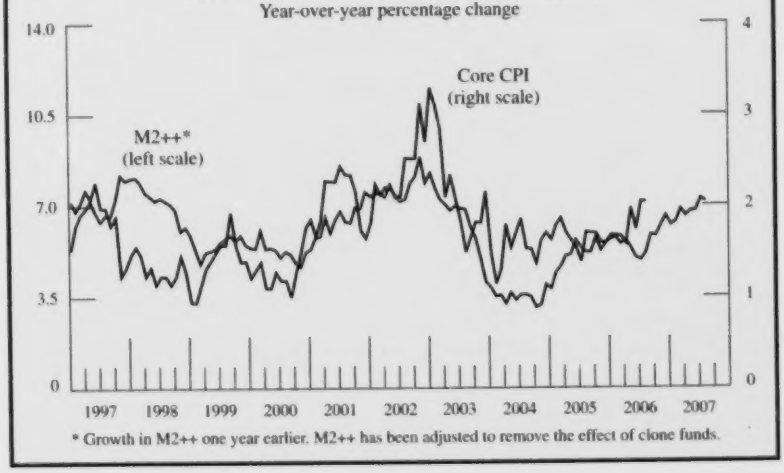
Total CPI inflation is projected to average close to 2 per cent after mid-2007.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI is importantly affected by the cut in the GST from 7 per cent to 6 per cent that took effect on 1 July 2006, and by developments in the markets for crude oil, gasoline, and natural gas (Chart 16). Available indicators suggest that total CPI inflation fell below 1 per cent in September 2006 as a result of the recent decline in crude oil and gasoline prices and the base-year effects stemming from the hurricane-related surge in energy prices in September of 2005. The prices of both crude oil and natural gas are assumed to follow the path given by futures prices, which are below the levels in the July *Update*. As a result, total CPI inflation is now expected to average close to 1.5 per cent from the fourth quarter of 2006 to the second quarter of 2007, a little lower than projected in the *Update* (Table 3).

Chart 18

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change



* Growth in M2++ one year earlier. M2++ has been adjusted to remove the effect of clone funds.

Table 3
Summary of the Base-Case Projection*

	2006			2007		2008
	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth at annual rates)**	**2.0** *(3.2)*	**2.0** *(3.0)*	**2.8** *(3.0)*	**2.5** *(2.8)*	**2.7** *(2.7)*	**2.8** *(2.8)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	**2.9** *(3.2)*	**2.5** *(3.1)*	**2.6** *(3.2)*	**2.4** *(2.9)*	**2.6** *(2.8)*	**2.8** *(2.8)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	**1.8** *(1.8)*	**2.0** *(2.0)*	**2.1** *(2.0)*	**2.2** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	**2.6** *(2.7)*	**1.7** *(1.5)*	**1.5** *(1.8)*	**1.4** *(1.6)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*
Total CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (year-over-year percentage change)	**2.6** *(2.7)*	**2.2** *(2.1)*	**2.0** *(2.4)*	**1.9** *(2.2)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*
WTI*** (level)	**71** *(71)*	**71** *(73)*	**60** *(75)*	**64** *(76)*	**66** *(75)*	**67** *(73)*

* Figures in parentheses are from the July *Update*.
** For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.
*** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 October 2006

After the direct effect of the GST cut disappears in mid-2007, total CPI inflation is expected to average close to the 2 per cent target over the remainder of the projection period.

Core inflation is expected to move slightly above 2 per cent before returning to 2 per cent in the second half of 2007.

The core rate of inflation is expected to move slightly above 2 per cent through to mid-2007, given the small amount of excess demand currently in the economy and continued momentum in the price of housing. These sources of upward pressure should continue to be partly offset by further downward pressure arising from ongoing decreases in the prices of manufactured goods, although these price decreases are expected to moderate over time. As the economy returns to its production potential and housing pressures ease, core inflation is projected to move back to 2 per cent by the second half of 2007 and remain there.

Increases in labour compensation are expected to average about 4 per cent over the early part of the projection period before easing somewhat. Given the assumed growth of trend labour productivity of 1.5 per cent, the expected year-to-year increase in unit labour costs is projected to be slightly above 2 per cent in the early part of the projection period, declining to 2 per cent by the end of the period.

Risks to the outlook

The risks around the projection are judged to be somewhat greater than in July.
The main upside risk relates to the momentum in household spending and housing prices.

The Bank's base-case projection continues to be subject to important upside and downside risks. As noted in the press release of 6 September, these risks are judged to be somewhat greater than at the time of the July *Update*.

The main upside risk to the Canadian economy continues to relate to the momentum in household spending and housing prices. This momentum is linked to strong consumer credit growth. By increasing home equity and thus expanding the availability of collateral, the recent strong increases in house prices have contributed to robust growth in consumer credit (Technical Box 3). There is a risk that these linkages could be stronger than assumed or that house prices could continue to grow more rapidly than expected, resulting in higher-than-projected household spending and, hence, greater upward pressures on inflation.

The main downside risk is that the U.S. economy could slow more sharply.

The main downside risk to the Canadian economy relates to the possibility of a sharper slowdown in the housing sector in the United States and a broadening of the weakness in the housing sector to consumption and investment. A larger decline in domestic demand in the United States would lead to decreased demand for Canadian exports and broader weakness in the Canadian economy. This development would lead to lower inflation than in the base-case projection.

Related to these main risks, there are a number of other risks to the base-case projection, two of which are described below.

An upside risk relates to sectoral and regional capacity pressures arising from the price boom in several commodities, which are being most intensely felt in Western Canada (especially in Alberta). These pressures have led to considerable upward momentum in labour costs in that region. There is a risk that prices and wages could increase even more rapidly in Western Canada or that the transmission of inflationary pressures from there to the rest of the country could be stronger.

A downside risk relates to the effects of the projected slowing in U.S. economic growth on the rest of the world, particularly in those emerging economies that are currently experiencing very strong growth. To the extent that business investment in these countries is being undertaken to meet prospective consumer demand in the United States, domestic demand growth in these countries may not be sufficient to offset the projected weaker U.S. demand. A greater-than-expected slowing in the global economy would likely result in weaker commodity prices and a weaker profile for Canadian exports over the projection period, thus putting downward pressure on Canadian inflation.

Technical Box 3

Linkages between House Prices, Credit, and Household Spending

By increasing home equity and thus expanding the availability of collateral, the recent strong increases in house prices have contributed to robust growth in consumer credit. This, in turn, has significantly supported household spending.

Resale house prices in Canada have been very strong since 2001, growing by an annual average of 4.4 per cent, in real terms, compared with an average of -1.5 per cent over the 1990s.[1] From the beginning of 2005 to the end of June 2006, the cumulative rate of increase in real house prices has been 10.7 per cent on a national basis. This reflects much faster growth in Alberta and British Columbia, together with growth of over 5 per cent in the rest of the country over the same period.

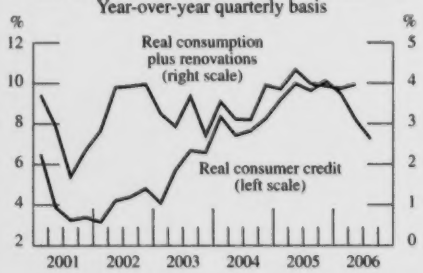
The pickup in consumer credit growth coincided with the strong gains in house prices. Growth is particularly strong for personal lines of credit (PLCs), which are often secured by home equity, averaging about 15 per cent in real terms in 2006. So far in 2006, PLCs have grown faster in Alberta and British Columbia than in the rest of the country. While many factors, such as income and population growth, have contributed to this faster growth in credit, the rapid rise in house prices has been a significant factor.

Since 2001, household spending has remained robust as house prices and consumer credit have shown strong increases. While it is difficult to quantify the links from house prices to credit and spending, useful information can be gained by assessing the contribution of PLCs to increased spending, since PLCs are the type of consumer credit most directly linked to house prices.[2] Industry reports and survey data suggest that a significant amount of PLCs are used to finance consumption. This link provides evidence that the recent rise in house prices has contributed to the strong growth in consumer credit and household spending.

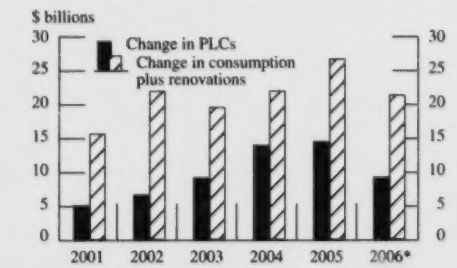
So far in 2006, house prices have grown much more than anticipated by market observers, particularly in Alberta and British Columbia. As well, growth in consumer credit and PLCs has remained strong, and Canadian households are generally in good financial health. While strength in household spending related to these factors is built into the base-case scenario, there is a risk that the linkages could be stronger than assumed or that house prices could continue to grow rapidly, particularly in Alberta and British Columbia, resulting in even higher household spending.

Growth of Real Consumer Credit and Real Consumption Plus Renovations

Year-over-year quarterly basis



Annual Changes in Real Personal Lines of Credit (PLCs) and Real Consumption Plus Renovations



* Annualized changes using available data from 2006H1

1. Data for resale house prices are from Royal LePage and are deflated by the total CPI.
2. Since 2001, the share of PLCs in consumer credit has increased to over 50 per cent. Although some of the PLCs represent a substitution from other types of loans, higher house prices have also contributed to a net increase in total consumer credit. Contributions to spending from mortgage refinancing, which are linked to higher house prices, are not included here because of data limitations.

Overall, risks are judged to be roughly balanced.

Overall, the Bank judges that the risks relative to its projection for inflation are roughly balanced.

The correction in global imbalances is unfolding in a benign, albeit slow, manner. However, in the absence of further appropriate policy actions, there remains a possibility of a disorderly resolution of these imbalances. Consequently, the balance of risks for global and Canadian growth is tilted slightly to the downside late in the projection period.

BIBLIOGRAPHY

Armour, J. and T. Laflèche. 2006. "Evaluating Measures of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Summer): 19–29.

Bank of Canada. 1991a. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991b. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa.

Consensus Economics Inc. 2006. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.

Duguay, P. 2006. "Productivity, Terms of Trade, and Economic Adjustment." Remarks to the Canadian Association for Business Economics, 28 August. Available at <www.bankofcanada.ca/en/speeches/2006/sp06-14.html>.

Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

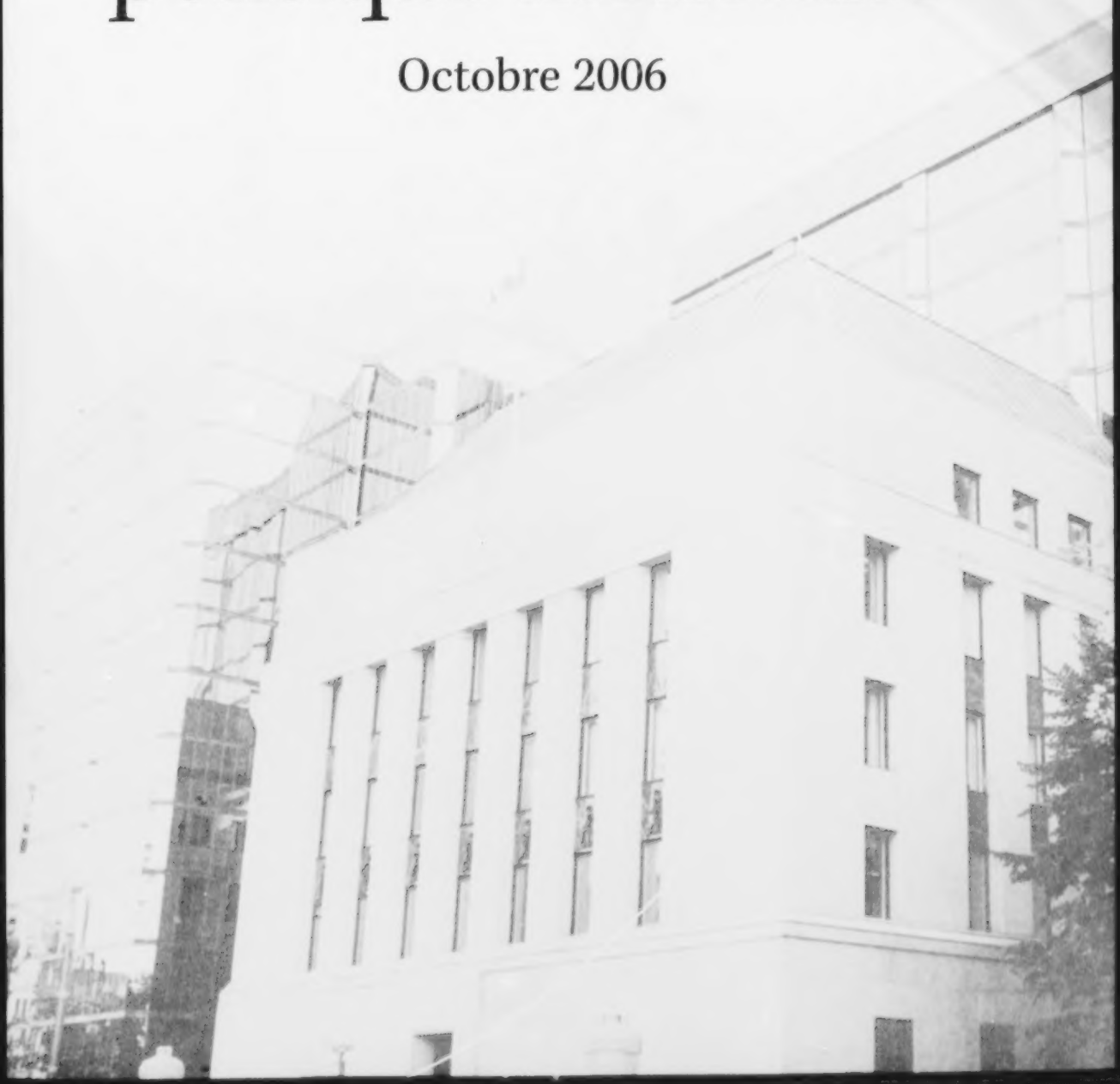
The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca
website: www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2006



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire est axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des pressions inflationnistes sous-jacentes que ne l'est le plus récent taux d'accroissement, en glissement annuel, de l'IPC (Macklem, 2001; Armour et Laflèche, 2006).

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

5315
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble **5**

2. L'évolution récente de l'inflation **7**

L'inflation et la cible de 2 % 7
Les facteurs qui influent sur l'inflation 10

3. L'évolution financière **19**

Les taux d'intérêt et les taux de change 19
Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière 22

4. Les perspectives **25**

La conjoncture internationale 25
La demande et l'offre globales au Canada .. 29
Les perspectives en matière d'inflation 31
Les risques pesant sur les perspectives 34

Bibliographie **37**

Notes techniques

1. L'interprétation du comportement récent des exportations 9
2. Le nouvel indice de taux de change du dollar canadien 20
3. Les liens entre les prix des maisons, le crédit et les dépenses des ménages.... 35

1. VUE D'ENSEMBLE

L'économie canadienne continue de fonctionner à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production, et l'inflation mesurée par l'indice de référence attendue à court terme a augmenté quelque peu. Toutefois, étant donné le ralentissement plus rapide que prévu de l'activité aux États-Unis, le scénario de référence relatif à la croissance de l'économie canadienne a été revu légèrement à la baisse par rapport à celui exposé dans la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*. En outre, le recul des prix de l'énergie a entraîné une révision à la baisse du taux d'accroissement projeté de l'IPC global et contribué à ramener le cours du dollar canadien dans une fourchette un peu plus basse.

Bien que la demande intérieure au Canada ait continué de progresser à un rythme solide, la croissance du PIB aux deuxième et troisième trimestres de 2006 a été plus faible qu'on ne s'y attendait, en bonne partie à cause du fléchissement des exportations nettes. La détérioration des perspectives à court terme aux États-Unis est venue assombrir celles des exportations et de la croissance au Canada. De plus, compte tenu de l'évolution récente de la productivité du travail, la Banque a réduit à 2,8 % le taux d'augmentation de la production potentielle postulé pour la période 2006-2008. En conséquence, la Banque a revu à la baisse son scénario de référence concernant l'économie canadienne et entrevoit maintenant une progression du PIB de 2,8 % cette année et de 2,5 % en 2007. Cependant, vu la reprise escomptée de l'économie américaine vers la fin de l'an prochain, la croissance devrait s'accélérer pour atteindre 2,8 % en 2008. Ce profil de croissance implique que le faible excédent affiché par la demande en ce moment se résorbera d'ici le second semestre de 2007 et que par la suite l'économie demeurera essentiellement en équilibre jusqu'à la fin de la période de projection.

Étant donné la légère demande excédentaire observée à l'heure actuelle et la vigueur des prix des logements, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se hisser légèrement au-dessus de 2 % au cours des prochains mois. On prévoit qu'elle redescendra à 2 % au milieu de 2007 et qu'elle s'y maintiendra jusqu'à la fin de 2008, à mesure que l'économie retournera à son potentiel et que les pressions exercées par les prix des logements s'atténueront.

Le taux d'accroissement de l'IPC global continuera d'être influencé par la diminution de la taxe sur les produits et services

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 17 octobre 2006.

(TPS) et l'évolution des marchés de l'énergie. Si l'on en juge par les prix négociés sur les marchés à terme de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPC global avoisinera probablement 1 1/2 % en moyenne jusqu'au deuxième trimestre de 2007, avant de remonter à la cible de 2 %, où elle devrait rester jusqu'à la fin de la période de projection.

La Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 4 1/4 % le 6 septembre et le 17 octobre. Elle juge à l'heure actuelle que le taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.

Comme elle l'indiquait dans son communiqué du 6 septembre dernier, la Banque est d'avis que les risques pesant sur le scénario de référence se sont légèrement accentués depuis juillet. Le principal risque à la hausse est lié au dynamisme des dépenses des ménages et des prix des logements. Le plus important risque à la baisse tient à la possibilité que l'économie américaine ralentisse plus fortement que prévu, ce qui provoquerait une diminution des exportations canadiennes. La Banque considère que les risques à la hausse et à la baisse qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés.

La correction des déséquilibres mondiaux s'opère sans heurts, quoique lentement. Toutefois, en l'absence de nouvelles mesures de politique appropriées, il subsiste une possibilité que cet ajustement devienne désordonné. Pour cette raison, la résultante des risques associés à la croissance des économies mondiale et canadienne s'inscrit légèrement en baisse vers la fin de la période de projection.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'IPC global a chuté, passant de 2,8 % en mai à 2,1 % en août...

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a chuté, passant de 2,8 % en mai à 2,1 % en août. Ce recul s'explique en grande partie par l'incidence sur les prix à la consommation de la réduction de la TPS entrée en vigueur en juillet 2006, ainsi que par la progression plus faible, en glissement annuel, des prix de détail de l'énergie. Si l'on exclut l'effet des variations des impôts indirects, la hausse de l'IPC global s'établissait à 2,6 % en août[1]. L'inflation mesurée par l'indice de référence, qui par définition fait abstraction de telles variations, est montée à 2,0 % en juillet et s'est maintenue à ce niveau en août, après avoir avoisiné 1,7 % au cours des quatre premiers mois de l'année[2].

L'inflation et la cible de 2 %

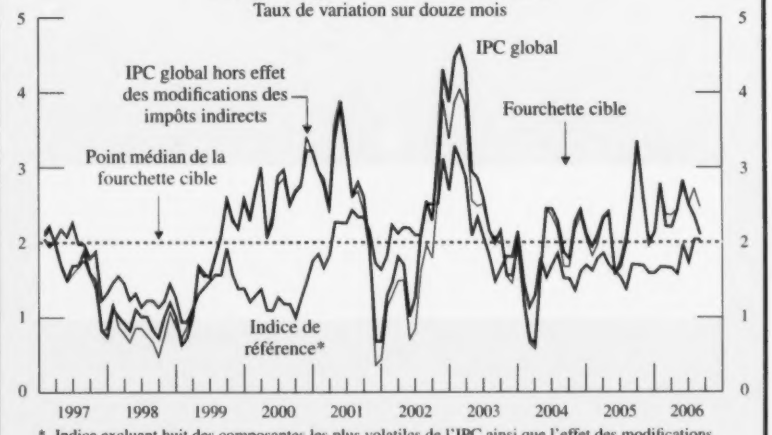
... taux qui était néanmoins un peu plus élevé que prévu.

Bien que le taux d'augmentation de l'IPC global soit redescendu près de la cible de 2 % en août (Graphique 1), il dépassait

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



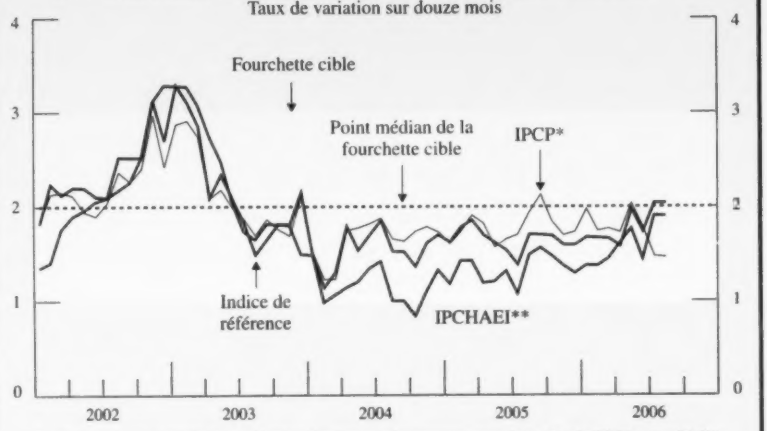
* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

1. On estime maintenant que la réduction de 1 point de pourcentage de la TPS et les faibles hausses d'autres impôts indirects ont eu pour effet combiné de réduire le taux d'augmentation de l'IPC global de 0,5 % en juillet et en août 2006. L'incidence des variations des impôts indirects a donc été légèrement inférieure à ce qui avait été estimé antérieurement (0,6 %), surtout en raison des hausses des taxes d'accise fédérales sur les produits du tabac et les boissons alcoolisées.
2. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Graphique 2

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* Dans la mesure IPCP, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

légèrement le chiffre avancé dans la *Mise à jour* de juillet. Le prix de l'essence a été en effet plus élevé qu'on ne s'y attendait. De même, les prix dans les secteurs du logement et des services ont progressé à un rythme un peu plus vif que prévu. Par exemple, la hausse du coût de remplacement par le propriétaire (une composante importante des frais de logement inclus dans l'indice de référence) s'est accentuée cette année dans la foulée de la majoration substantielle des prix des maisons neuves, surtout en Alberta. Le relèvement des prix des autres services s'est aussi accéléré quelque peu, en raison principalement d'une légère remontée des primes d'assurance automobile. Ces pressions ascendantes ont été contrebalancées en partie par le recul des prix d'une grande quantité de biens à forte teneur en importations, attribuable à de nouvelles baisses des prix mondiaux de nombreux biens manufacturés et à l'appréciation passée du dollar canadien.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est montée à 2 % en juillet et s'est maintenue à ce niveau en août.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est hissée à 2,0 % en juillet — plus tôt qu'escompté — et est demeurée à ce niveau en août. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit se sont aussi généralement rapprochées de 2 % lorsque l'on exclut l'effet des modifications des impôts indirects (Graphique 2)[3]. Les hausses affichées par ces mesures concordent avec le point de vue de la Banque, selon lequel l'économie fonctionnait récemment à un niveau tout juste supérieur à son potentiel.

3. À noter qu'IPCP, l'une des mesures de l'inflation tendancielle illustrée dans le Graphique 2, englobe l'effet des modifications de la TPS et des autres impôts indirects.

Note technique 1

L'interprétation du comportement récent des exportations

Après avoir enregistré une croissance vigoureuse au deuxième semestre de 2005, les exportations de biens et de services canadiens ont baissé au premier semestre de cette année. Les équations macroéconomiques de la Banque pour les exportations n'arrivent pas à expliquer de façon satisfaisante ce recul. Celui-ci semble être davantage lié à des facteurs particuliers, notamment à l'évolution du secteur de l'automobile.

L'essor de l'économie américaine a été un facteur favorable aux exportations canadiennes au cours des dernières années, alors que l'appréciation du dollar canadien a plutôt eu un effet modérateur sur elles. Selon une estimation effectuée à l'aide d'un modèle à correction d'erreurs[1], l'incidence négative du taux de change aurait toutefois diminué quelque peu durant le premier semestre de 2006 et ne pourrait donc expliquer le ralentissement des exportations. En fait, on remarque que le modèle a sous-estimé la croissance dans la deuxième moitié de 2005 alors que l'inverse s'est produit plus récemment. Ainsi, une bonne partie du comportement récent des exportations paraît attribuable à des chocs non captés par le modèle.

Un examen de la composition sectorielle des exportations donne à penser que l'écart entre les données observées et les simulations du modèle tient surtout à l'évolution du secteur de l'automobile. Les exportations de ce secteur ont en effet connu une très forte croissance au deuxième semestre de 2005, de sorte que les exportations canadiennes de véhicules automobiles par rapport aux ventes américaines ont atteint un niveau exceptionnellement élevé en fin d'année. Au premier semestre de 2006, les exportations du secteur ont chuté, et leur rapport aux ventes américaines a commencé à retourner à des niveaux plus normaux. Deux autres facteurs ont contribué à la vigueur des exportations au second semestre de 2005, soit la réouverture de la frontière américaine aux bovins sur pied en provenance du Canada et la montée des exportations de bois d'œuvre en anticipation de l'effort de reconstruction post-Katrina. En contrepartie, au deuxième trimestre de 2006, les exportations de machines et de matériel ont accusé une baisse marquée qui n'a pas été anticipée par le modèle.

Pour le deuxième semestre de 2006, le modèle prévoit une croissance robuste des exportations. D'après ce dernier, l'effet modérateur du taux de change continuera de s'estomper, alors que l'impulsion provenant de l'expansion de la demande aux États-Unis diminuera quelque peu, en partie à cause du ralentissement de l'activité sur le marché du logement dans ce pays. Le scénario de référence décrit dans le présent rapport suppose cependant que les exportations croîtront à un taux inférieur à celui de 6 % prédit par le modèle, à cause essentiellement de la poursuite de l'ajustement dans le secteur de l'automobile.

Croissance effective et simulée des exportations
(en taux annualisé)

	05S2	06S1	06S2
Croissance effective des exportations	7,4	-2,5	n.d.
Croissance simulée	3,9	5,3	6,0
Apport de la demande américaine	6,7	6,6	4,6
Apport des prix relatifs	-4,5	-3,2	-1,1
Apport des autres facteurs	1,7	1,9	2,5

1. Ce modèle économétrique relie le taux de croissance des exportations à l'évolution des principales composantes de la demande américaine, à une mesure des prix relatifs et à une mesure de l'ouverture au commerce international. Il est à noter que la version actuelle du modèle diffère légèrement de celle présentée dans l'Encadré 1 de l'article « Les exportations, les importations et l'appréciation du dollar canadien », paru dans la livraison de l'automne 2005 de la *Revue de la Banque du Canada*, puisqu'elle inclut la construction résidentielle parmi les composantes de la demande américaine.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

La croissance du PIB réel a été plus faible que prévu au deuxième trimestre.

Le PIB réel du Canada, qui avait progressé de 3,6 % en chiffres annuels au premier trimestre de 2006, n'a augmenté que de 2,0 % au deuxième trimestre, soit moins que le taux de 3,2 % avancé dans la *Mise à jour* de juillet. Selon les données dont nous disposons actuellement, il aurait crû d'environ 2 % au troisième trimestre de 2006, ce qui est également inférieur aux prévisions et traduirait le net ralentissement observé dans le rythme d'accumulation des stocks par les entreprises comparativement au deuxième trimestre.

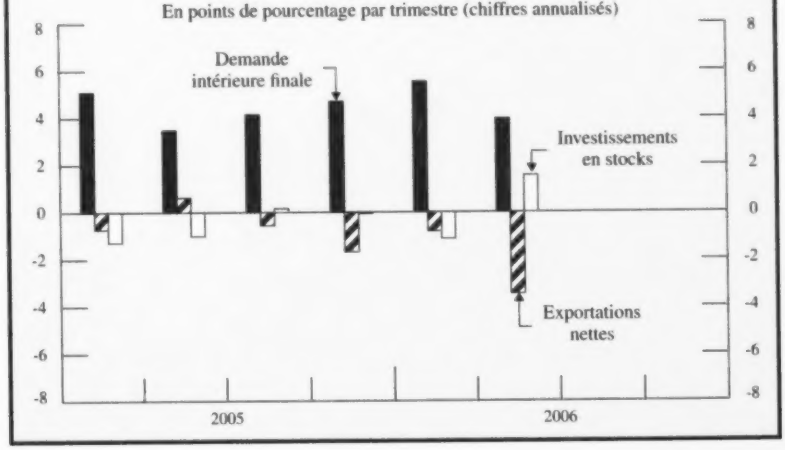
La demande intérieure finale a enregistré de solides gains au premier semestre de 2006...

La demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de l'expansion du PIB pendant les six premiers mois de 2006, tandis que les exportations nettes ont fléchi au cours de la même période (Graphique 3). Sous l'effet de la solide rentabilité globale et des pressions s'exerçant sur la capacité de production dans un certain nombre de secteurs, conjuguées aux réductions continues des prix des machines et du matériel importés ainsi qu'aux conditions de financement avantageuses qui leur étaient offertes, les entreprises ont fortement accru leurs dépenses d'investissement. À la faveur de nouvelles hausses substantielles du revenu disponible réel des particuliers et de l'avoir net des ménages (en réaction notamment au renchérissement appréciable des maisons), la progression de la dépense des ménages a également été très vigoureuse pendant la période, s'accélérant par rapport au second semestre de 2005.

Graphique 3

Contribution à la croissance du PIB réel

En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



... mais les exportations ont fléchi, malgré le dynamisme soutenu de l'économie mondiale.

En dépit du dynamisme soutenu de l'économie mondiale, les exportations du Canada ont accusé un recul généralisé au premier semestre de 2006, un phénomène qui semble lié à plusieurs facteurs (Note technique 1). Les exportations de produits automobiles, exceptionnellement fortes vers la fin de 2005, sont redescendues à des niveaux plus proches de la normale. Celles de machines et de matériel ont aussi beaucoup baissé au deuxième trimestre de 2006. En outre, l'appréciation qu'a connue le huard ces quatre dernières années a continué de brider la demande d'exportations canadiennes. Toutefois, certains signes témoignent d'un redressement au troisième trimestre de 2006, ce qui laisse supposer qu'une partie de la faiblesse constatée pendant la première moitié de l'année était attribuable à des facteurs passagers. Sous l'impulsion de la progression ferme et soutenue de la demande intérieure finale, les importations ont continué de croître de façon marquée au premier semestre de 2006, bien qu'à une cadence plus lente qu'au second semestre de l'année dernière.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Selon la plupart des indicateurs, la demande au sein de l'économie serait légèrement excédentaire.

Malgré un certain tassement de la croissance ces derniers mois, la plupart des indicateurs des pressions sur la capacité de production donnent à penser que l'économie tournait à un niveau légèrement supérieur à son potentiel au troisième trimestre de 2006.

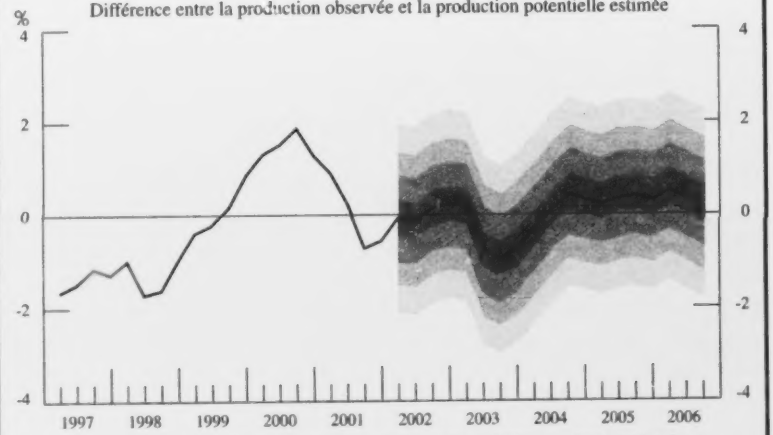
Pour la période écoulée depuis le début de 2005, l'estimation de la production potentielle selon la mesure dont la Banque se sert habituellement a été revue légèrement à la baisse par rapport aux chiffres retenus dans la *Mise à jour* de juillet, en raison de la faiblesse observée de la croissance de la productivité du travail[4]. Parallèlement, le ralentissement de la croissance économique au deuxième trimestre de 2006 et le taux d'expansion projeté de 2 % pour le troisième trimestre (contre 3 % au moment de la *Mise à jour*) portent à croire que le niveau de l'activité pour ce trimestre a également été un peu inférieur à ce qu'on avait anticipé. Ces facteurs sont pris en compte dans la mesure économétrique de l'écart de production, qui indique que l'économie tournait à un rythme dépassant d'environ 0,2 % sa capacité de production au troisième trimestre de 2006 (Graphique 4). Certes, une grande incertitude entache cette estimation, mais l'existence d'une demande légèrement excédentaire concorde avec le tableau que brossent divers autres indicateurs de la capacité.

4. La progression annuelle de la production potentielle est désormais établie à 2,7 % en 2005 et à 2,8 % au premier semestre de 2006, comparativement aux taux de 2,8 et de 2,9 % que la Banque avançait respectivement, pour les mêmes périodes, dans la *Mise à jour* de juillet. Le taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail postulé pour la période de projection a aussi été revu à la baisse, comme on le verra plus loin.

Graphique 4

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée

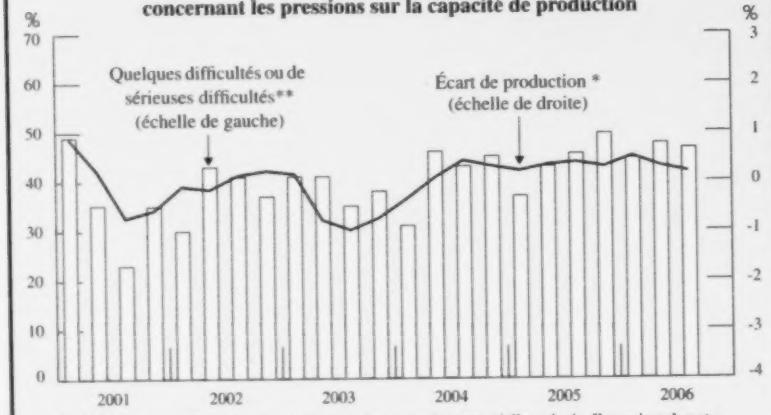


* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2006 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Graphique 5

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. Il convient de noter que la valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2006 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, la proportion des firmes ayant signalé des difficultés à faire face à une poussée inattendue de la demande est demeurée plus élevée que la moyenne (Graphique 5).

Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada fait également état de pressions supérieures à la moyenne sur l'appareil de production au deuxième trimestre de 2006.

En septembre, le ratio de l'emploi à la population s'est maintenu à un haut niveau par rapport à ce qu'on a observé dans le passé, et le chômage est resté faible. Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires semble avoir monté de nouveau au cours des derniers mois et cadrerait maintenant davantage avec les tensions se manifestant sur le marché du travail.

Malgré les pressions à la baisse soutenues sur les prix d'un grand nombre de biens durables et semi-durables faisant l'objet d'échanges internationaux, l'inflation mesurée par l'indice de référence est restée proche de 2 % depuis le mois de mai, ce qui semble conforter l'opinion selon laquelle l'économie fonctionnait à un niveau dépassant légèrement son potentiel.

Ces mesures dressent un portrait national, mais il est évident que les pressions sur la capacité de production demeurent plus aiguës dans les provinces de l'Ouest. La progression des prix des maisons s'est vivement accélérée en Alberta et à Vancouver alors même qu'elle ralentissait quelque peu dans certaines villes du centre du pays et des provinces de l'Atlantique. Les hausses salariales restent nettement plus élevées en Alberta que dans les autres provinces, une disparité qui reflète les différences entre les pressions s'exerçant sur les marchés du travail régionaux. Il ressort de la dernière enquête menée par la Banque auprès des entreprises que la situation n'a guère varié depuis l'enquête précédente, l'appareil de production demeurant soumis à des tensions beaucoup plus intenses dans les provinces de l'Ouest qu'ailleurs au pays.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production, le Conseil de direction estime que dans l'ensemble, au troisième trimestre de 2006, l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son potentiel.

L'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son potentiel au troisième trimestre de 2006.

La rémunération et la productivité du travail

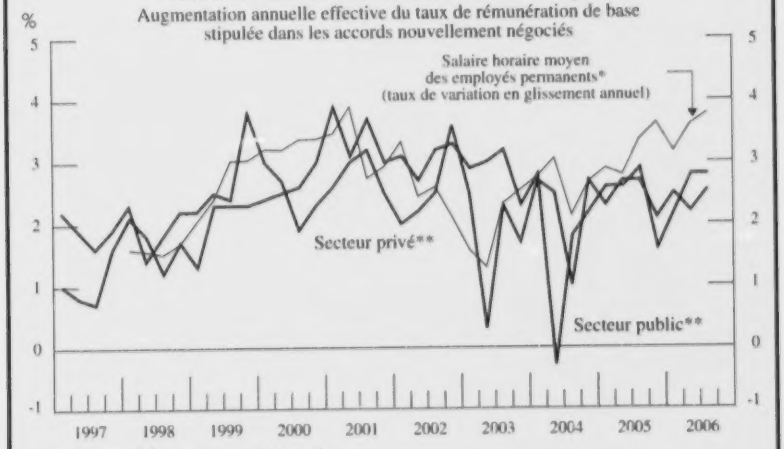
Le taux d'accroissement tendanciel des salaires a poursuivi son ascension ces derniers mois et, comme il a déjà été mentionné, il va maintenant davantage de pair avec le tableau que les autres indicateurs brossent des tensions qui caractérisent les marchés du travail. Cette évaluation s'appuie sur la variation en glissement annuel du salaire horaire moyen des employés permanents tirée des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada. Selon cette mesure, qui constitue un bon indicateur de la variation sous-jacente des salaires, leur rythme d'augmentation global se serait hissé entre 3 1/2 et 4 % (Graphique 6). Un autre indicateur de l'évolution de la rémunération — la rémunération horaire établie selon les comptes de la productivité de

Le rythme d'augmentation des salaires s'est hissé entre 3 1/2 et 4 % au cours des derniers mois.

Graphique 6

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés



* Source : *Information population active*

** Source : Développement des ressources humaines Canada. À noter que la valeur la plus récente est la moyenne des chiffres de juillet et août.

Statistique Canada (laquelle avait été gonflée, antérieurement, par des paiements ponctuels exceptionnels) — situe également à environ 4 % sur un an la hausse des salaires au deuxième trimestre de 2006 (Graphique 7).

La productivité du travail a crû en moyenne à un rythme inférieur au taux tendanciel de 1 3/4 % retenu comme hypothèse par la Banque...

La croissance de la productivité dans le secteur des entreprises s'est établie à 1,0 % en moyenne au cours des trois dernières années et demie. Après être restée quasi inchangée en 2003 et en 2004, elle a fait un bond en 2005, pour se chiffrer à 2,4 %[5]. Cet élan semble toutefois être retombé au premier semestre de 2006. Comme la productivité n'a pas enregistré de période soutenue d'expansion supérieure à 2 % pour contrebalancer sa quasi-stagnation des années 2003 et 2004, le taux d'accroissement tendanciel de 1 3/4 % que la Banque avait retenu pour hypothèse antérieurement paraît désormais surestimé.

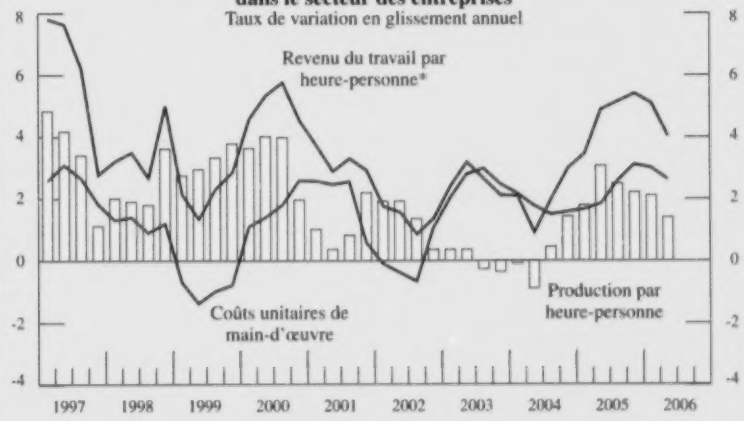
Bien que ce taux soit difficile à évaluer, il reste que le rythme de croissance modeste que connaît la productivité depuis quelques années cadre avec le scénario d'une économie subissant d'importantes transformations structurelles pour s'adapter aux fortes variations des cours des produits de base, à l'appréciation marquée du dollar canadien et à l'arrivée de nouveaux concurrents en provenance des pays à marché émergent d'Asie. Comme il en a été question dans de précédentes livraisons du *Rapport*, l'ajustement

5. Statistique Canada avait d'abord estimé à 1,5 % en glissement annuel le gain de productivité réalisé au quatrième trimestre de 2005. Cette estimation a toutefois été révisée à la hausse et portée à 2,2 %, principalement en raison de corrections apportées au nombre d'heures travaillées en 2005.

Graphique 7

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation en glissement annuel



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

qui doit s'opérer exige une réaffectation du capital et de la main-d'œuvre vers la production des matières premières dont les cours sont sensiblement plus élevés ainsi que vers celle de biens et de services non échangeables[6]. Durant la période d'adaptation, on peut s'attendre à ce que le capital et la main-d'œuvre soient moins productifs. Les mouvements observés dans la tendance de la productivité donnent à penser que l'ajustement requis est en cours et que son incidence sur la progression de cette dernière pourrait être plus prononcée et plus durable qu'on ne l'avait d'abord escompté. À la lumière de cette évolution, il semble qu'un taux d'accroissement tendanciel de la productivité avoisinant 1 1/2 % pour les deux prochaines années constitue une hypothèse plus juste. En supposant que la hausse tendancielle du facteur travail se maintienne à 1 1/4 % approximativement, la croissance de la production potentielle serait d'environ 2,8 %.

... ce qui a incité cette dernière à ramener à 1 1/2 % le taux d'accroissement tendanciel postulé.

Si l'on tient compte des modestes gains de productivité observés, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre au deuxième trimestre de 2006 a été de 2,6 % en glissement annuel. La croissance récente des salaires s'établissant entre 3,5 et 4 % et le rythme tendanciel de progression de la productivité étant maintenant supposé égal à environ 1 1/2 %, le taux d'accroissement sous-jacent des coûts unitaires de main-d'œuvre est plus élevé, mais il semble encore se situer autour de 2 %.

6. Voir la Note technique 1 du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2005 et la Note technique 2 de la livraison d'octobre 2005.

Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange

Les prix des produits de base non énergétiques sont demeurés fermes, dans l'ensemble, depuis le début de juillet...

Les prix des produits de base non énergétiques sont demeurés fermes depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet (Graphique 8). Les métaux ont renchéri encore un peu, à la suite d'un raffermissement de la demande mondiale et de nouvelles perturbations de la production. Les prix du bois d'œuvre ont pour leur part été tirés à la baisse par le repli du marché du logement aux États-Unis.

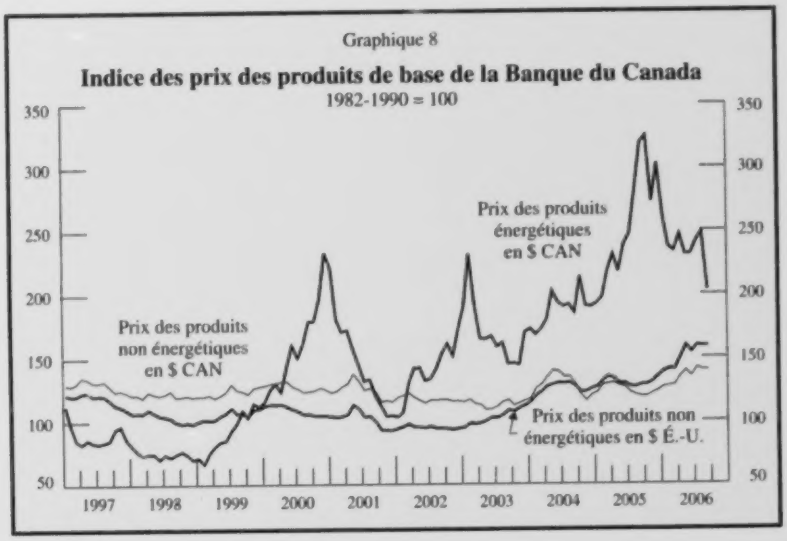
... tandis que les cours du pétrole brut et du gaz naturel se sont repliés.

Le cours du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui se situait à 74 dollars É.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet, s'est établi en moyenne à 59 dollars É.-U. durant la période de dix jours qui s'est terminée le 13 octobre 2006. Cette diminution semble témoigner du fait que le marché s'inquiète moins des risques d'approvisionnement et s'attend à un certain relâchement de la demande de pétrole à l'échelle mondiale (imputable à la cherté persistante de l'or noir). Ces dernières semaines, les cours du gaz naturel ont aussi quelque peu fléchi par rapport à ce qu'ils étaient au début de juillet à la faveur du niveau relativement élevé des stocks, la demande liée à la climatisation ayant été inférieure aux prévisions à la fin de l'été.

Par suite du recul marqué qu'ont connu les cours du gaz naturel depuis la fin de 2005, les termes de l'échange du Canada se sont détériorés au premier semestre de 2006 (Graphique 9). Résultat, le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) est passé de 4,1 % au quatrième trimestre de 2005 à 2,8 % au deuxième trimestre de 2006 (Graphique 10).

Graphique 8

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada



Par conséquent, la progression du PIB nominal en glissement annuel s'est ralentie au cours de cette période, mais elle s'est quand même chiffrée à quelque 5,7 % pour l'année qui s'est terminée au deuxième trimestre de 2006. L'augmentation du revenu réel (définie comme la différence entre la hausse du PIB nominal en glissement annuel et celle du dégonfleur de la demande intérieure finale) supérieure à la moyenne qui en a découlé a continué de soutenir la forte poussée de la demande intérieure finale[7].

Le repli récent des cours du pétrole brut et du gaz naturel se traduira probablement par une nouvelle réduction des termes de l'échange du Canada d'ici la fin de 2006, et donc par un tassement de l'expansion du PIB nominal. On peut ainsi s'attendre à ce que la progression moins rapide du revenu nominal pèse sur la croissance des bénéfices des sociétés et des revenus des administrations publiques.

Graphique 9

Termes de l'échange

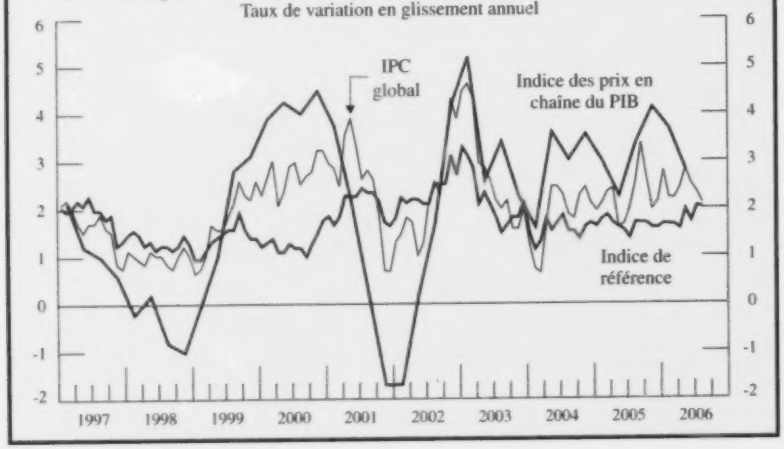
Rapport entre le prix des exportations et celui des importations (1997 = 100)

7. Duguay (2006) analyse de façon plus détaillée le rôle important des fluctuations des termes de l'échange dans l'évolution des revenus réels au Canada.

Graphique 10

Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global

Taux de variation en glissement annuel



3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les taux d'intérêt et les taux de change

La montée des taux directeurs s'est poursuivie dans les pays industrialisés à l'extérieur du continent nord-américain...

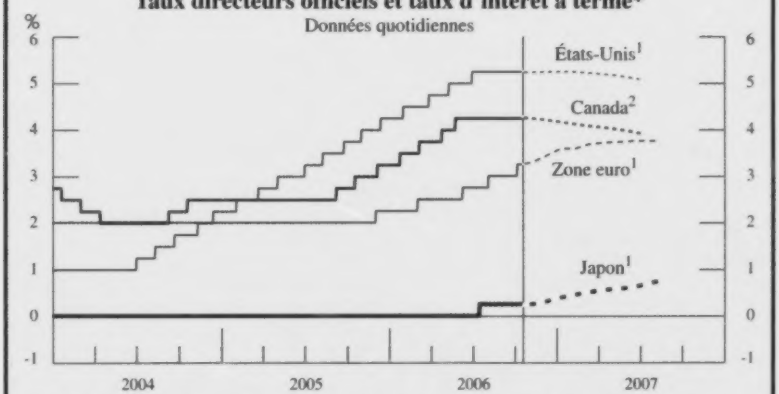
Depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, la montée des taux directeurs s'est poursuivie dans un certain nombre de pays industrialisés à l'extérieur du continent nord-américain. Les banques centrales de l'Union européenne, de l'Angleterre et de l'Australie ont haussé leurs taux directeurs respectifs, et les marchés financiers prévoient de nouveaux resserrements de la politique monétaire en 2006 et au début de 2007 (Graphique 11). Maintenant que le rythme de croissance de l'économie nippone semble soutenable, la Banque du Japon a aussi relevé son taux, mettant ainsi fin à sa « politique de maintien à zéro des taux d'intérêt ». Pour leur part, le Canada et les États-Unis ont récemment laissé leurs taux directeurs inchangés, après les avoir majorés plusieurs fois de suite. Les taux d'intérêt à court terme reflètent les attentes selon lesquelles les taux directeurs dans ces deux pays demeureront à leur niveau actuel pour le reste de 2006, mais reculeront quelque peu en 2007.

... alors qu'au Canada et aux États-Unis, ces taux sont restés inchangés récemment.

Graphique 11

Taux directeurs officiels et taux d'intérêt à terme*

Données quotidiennes



* Les traits pleins représentent les taux d'intérêt officiels, et les pointillés les taux d'intérêt à terme implicites sur le marché des fonds à un jour. Aucune correction n'a été apportée en vue de tenir compte des primes de terme.

1. Les taux à terme à l'étranger sont fondés sur un taux implicite établi à partir des chiffres du marché des swaps indexés sur le taux à un jour du pays ou bloc de pays considéré.
2. Les taux à terme canadiens sont basés sur le rendement des acceptations bancaires (BA) et des contrats à terme sur acceptations bancaires de trois mois (BAX).

Même si les craintes d'une intensification de l'inflation étaient plus vives sur les marchés au moment de la publication de la *Mise à jour*, les attentes d'inflation dans les grands pays industrialisés se sont modérées depuis, ce qui est attribuable en partie au repli récent des cours de l'énergie et à l'assombrissement des perspectives

Note technique 2

Le nouvel indice de taux de change du dollar canadien[1]

La Banque du Canada a créé un nouvel indice de taux de change effectif du dollar canadien pour remplacer l'indice C-6 qu'elle utilisait jusqu'ici[2]. Le nouvel indice reflète mieux le profil du commerce extérieur du Canada, notamment l'importance accrue de la Chine et du Mexique.

L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCEC, possède un atout majeur : ses pondérations sont établies sur la base du commerce multilatéral, alors que celles de l'indice C-6 l'étaient sur la base des échanges bilatéraux. Les pondérations de type multilatéral permettent de bien cerner les effets de la concurrence qui s'exerce sur les marchés tiers; jumelées à l'information tirée des chiffres du commerce bilatéral, elles donnent une meilleure idée du poids d'un pays donné dans les échanges extérieurs du Canada. Les pondérations ayant trait aux exportations vers les pays tiers rendent compte de la concurrence que se livrent deux pays (le pays de référence et le pays étranger) sur tous les autres marchés. Elles sont calculées en multipliant la part du pays étranger dans l'offre totale sur chacun des marchés tiers par l'importance relative de ce marché dans les exportations du pays de référence.

L'indice TCEC repose aussi sur une mesure plus large des échanges, laquelle englobe les services, et il ne se limite pas aux pays industrialisés. Par ailleurs, la Banque a profité de l'adoption du nouvel indice pour fonder les pondérations sur des données plus récentes.

Il a été décidé d'inclure dans le nouvel indice les monnaies des pays ayant une pondération d'au moins 2 % d'après les chiffres du commerce international au cours de la période de 1999 à 2001. Outre la zone euro, 5 des 184 pays examinés satisfont à ce critère. Ces six entités comptent pour 86 % du commerce extérieur du Canada selon les données couvrant la période 1999-2001. Les pondérations des monnaies comprises dans l'indice TCEC sont présentées au tableau ci-dessous.

Pondérations des monnaies dans l'indice TCEC et l'indice C-6

Monnaie	Pondérations de l'indice TCEC pour la période écoulée depuis 1996 (d'après les chiffres du commerce multilatéral pour 1999-2001)	Pondérations de l'indice TCEC pour la période antérieure à 1996 (d'après les chiffres du commerce multilatéral pour 1989-1991)	Pondérations de l'indice C-6 (d'après les chiffres du commerce bilatéral pour 1994-1996)
Dollar É.-U.	0,7618	0,5886	0,8584
Euro	0,0931	0,1943	0,0594
Yen japonais	0,0527	0,1279	0,0527
Yuan chinois	0,0329	–	–
Peso mexicain	0,0324	0,0217	–
Livre sterling	0,0271	0,0368	0,0217
Won sud-coréen	–	0,0307	–
Franc suisse	–	–	0,0043
Couronne suédoise	–	–	0,0035

1. Un article décrivant plus en détail le nouvel indice vient d'être publié dans le site Web de la Banque du Canada, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/taux/ceri-f.html. Il sera aussi reproduit dans la livraison d'automne de la *Revue de la Banque du Canada*, qui paraîtra sous peu.
2. Consulter la définition de l'indice C-6 à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/taux/mci2-f.html. L'indice C-6 cessera d'être utilisé à la fin de 2006.

de croissance de l'économie américaine. Une telle évolution a contribué à faire baisser les rendements des obligations d'État à long terme des grands pays industrialisés depuis le milieu de l'année (Graphique 12).

Les rendements des obligations d'États à long terme ont baissé.

Graphique 12

Comparaison internationale des rendements des obligations d'État à 10 ans

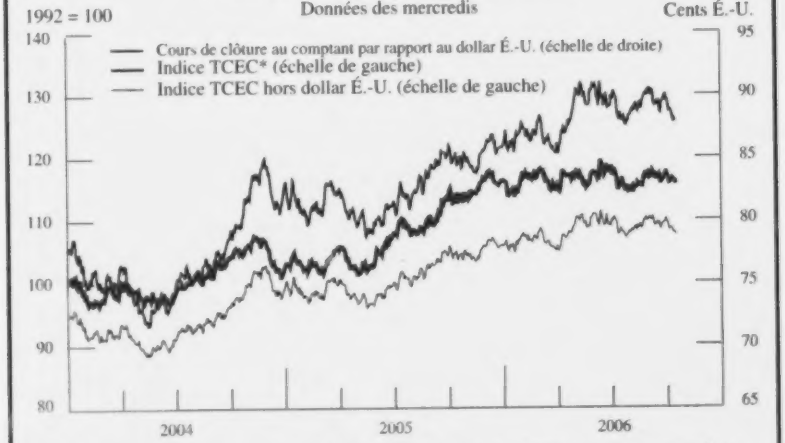
Les marchés des changes ont été relativement stables depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet, de nombreuses devises s'échangeant dans des fourchettes plutôt étroites. Durant cette période, le cours du dollar canadien a évolué en général entre 87,5 et 90,5 cents É.-U., alors que la fourchette observée durant la période de mai à la mi-juillet, sur laquelle se fondait la projection présentée dans la *Mise à jour*, allait de 88,5 à 91,5 cents É.-U. L'incidence du recul des prix de l'énergie sur le dollar canadien depuis juillet semble avoir été compensée en partie par une augmentation des flux de devises dans la foulée des fusions et acquisitions transfrontières touchant des entreprises au Canada. Depuis la fin de 2005, le huard a également varié dans une fourchette plutôt stable par rapport aux devises des autres grands partenaires commerciaux du Canada (Graphique 13 et Note technique 2).

Le dollar canadien a évolué dans une fourchette un peu moins élevée que celle postulée dans la Mise à jour ***de juillet.***

Graphique 13

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis



* L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCEC, comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le yuan chinois.

Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière

Les conditions du crédit aux entreprises sont encore très favorables...

Les sociétés non financières bénéficient encore de très bonnes conditions d'accès au crédit, celui-ci étant offert à un coût comparable à celui observé au moment de la parution du *Rapport* d'avril, voire plus favorable dans le cas du financement par émission de titres. Même si les liquidités élevées des entreprises atténuent les besoins de financement de ces dernières, le crédit qui leur est consenti continue de progresser à un rythme supérieur à la moyenne historique, en raison d'une hausse marquée de leurs dépenses d'investissement.

... en raison des bilans solides des entreprises financières et non financières.

Ces conditions de crédit avantageuses sont alimentées par les bénéfices supérieurs à la moyenne et les bilans généralement solides des entreprises non financières. Au chapitre de la rentabilité toutefois, les écarts se creusent entre les divers secteurs, les industries d'exploitation des ressources naturelles et celles tournées vers les marchés intérieurs affichant de meilleurs résultats que les secteurs non axés sur les matières premières, tributaires du commerce extérieur.

Les institutions financières sont toujours en bonne posture pour prêter, grâce à leur forte rentabilité, à leur bonne santé financière et au faible niveau de prêts douteux. De plus, les marchés financiers continuent de manifester un vif intérêt pour les titres émis par les sociétés canadiennes. Comme les perspectives économiques du pays sont de bon augure pour la rentabilité du secteur

des entreprises, ces dernières devraient pouvoir encore obtenir facilement le financement dont elles ont besoin pour maintenir d'importants investissements.

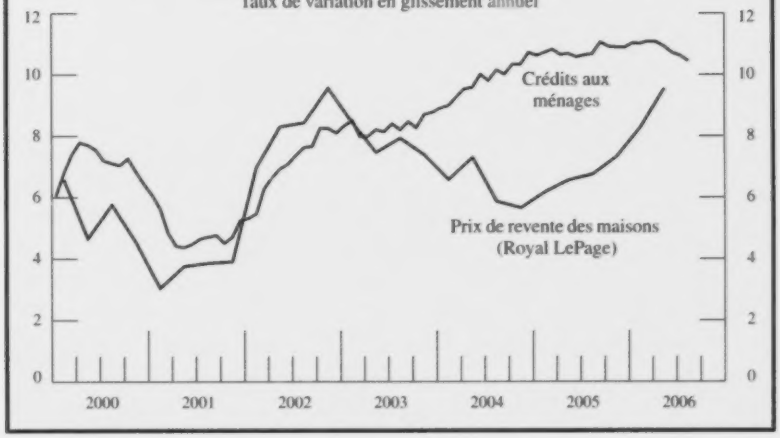
Grâce à la vive augmentation des prix des maisons, les ménages peuvent continuer de financer leurs dépenses au moyen d'emprunts garantis.

Les conditions financières continuent également de soutenir la vigueur des dépenses des ménages. L'augmentation des prix des maisons et des prêts personnels se situe toujours bien au-dessus des moyennes observées par le passé (Graphique 14). Les ménages peuvent ainsi financer leurs dépenses de consommation au moyen de prêts garantis par la valeur nette de leur propriété. Ce phénomène est plus prononcé dans l'Ouest du Canada, où les prix des maisons ont grimpé considérablement ces deux dernières années. Malgré la croissance rapide du crédit, le service de la dette des ménages est encore modeste, puisque les taux des prêts hypothécaires et des prêts à la consommation restent à des niveaux historiquement bas[8]. Pareilles conditions continuent de laisser présager une progression robuste des dépenses des ménages.

Graphique 14

Crédits aux ménages et prix de revente des maisons

Taux de variation en glissement annuel



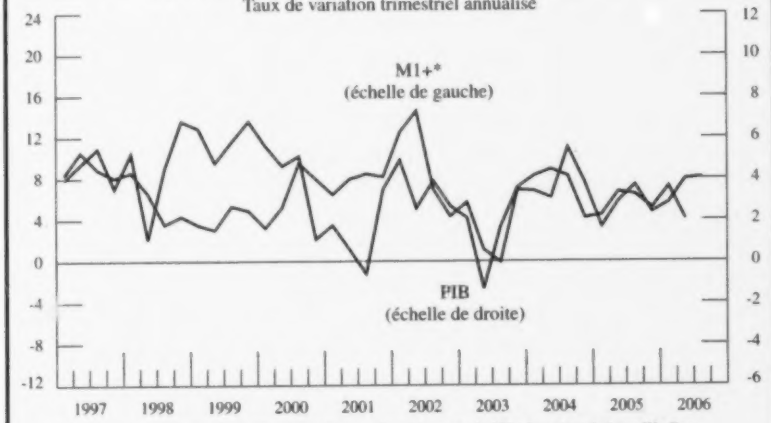
Depuis la parution du *Rapport* d'avril, l'expansion de l'agrégat monétaire au sens étroit (M1+) est demeurée stable, stimulée par la vigueur soutenue des dépôts autres que ceux des particuliers découlant de l'accroissement des encaisses des entreprises. Ce profil d'expansion donne à penser que la production croîtra à court terme à un rythme légèrement inférieur à celui de la capacité de production (Graphique 15).

8. La Banque a commencé à examiner la distribution des ratios du service de la dette des ménages. Sur le plan macroéconomique, cette distribution ne s'est guère modifiée depuis six ans. Tout particulièrement, la proportion des ménages dont le service de la dette est élevé n'a pas augmenté de façon importante. Un article de la livraison de décembre 2006 de la *Revue du système financier* abordera ce sujet sous l'angle de la stabilité financière.

Graphique 15

Croissance du PIB et de M1+ en termes réels

Taux de variation trimestriel annualisé



* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1+ brut (corrigé par l'indice de référence); la valeur indiquée pour un trimestre donné est celle obtenue pour le trimestre précédent. L'agrégat M1+ a été corrigé afin d'en exclure les actifs détenus dans les fonds clones.

4. LES PERSPECTIVES

La présente section fait d'abord état du scénario de référence de la Banque concernant l'économie mondiale pour la période se terminant à la fin de 2008, puis expose le scénario correspondant pour le Canada. Les projections supposent que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière lente et ordonnée, à la faveur de politiques propres à favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et d'une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels. On fait également l'hypothèse que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme aux cours actuels des contrats à terme et que le taux de change du dollar canadien se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de 87,5 à 90,5 cents É.-U. observée récemment. La section se termine par une analyse des risques pesant sur le scénario de référence.

La conjoncture internationale

L'économie mondiale continue de croître à un rythme vigoureux...

La croissance robuste de l'économie mondiale, qui se poursuit depuis quatre ans, ne devrait s'affaiblir que légèrement au cours des deux prochaines années. On s'attend, dans l'ensemble, à ce que le PIB mondial réel progresse vigoureusement, soit de 5,1 % en 2006, de 4,7 % en 2007 et de 4,5 % en 2008 (Tableau 1). L'expansion de l'activité économique a été particulièrement vive dans les pays à marché émergent; nombre de ceux-ci ont profité des hausses antérieures de leurs recettes d'exportation, attribuables aux cours élevés des produits de base, et bénéficient de l'essor continu de la demande intérieure. La croissance de l'économie américaine, l'un des moteurs de la demande mondiale depuis quelques années, s'est modérée. Le ralentissement graduel de l'économie mondiale entrevu tout au long de la période de projection est lié à l'accentuation des contraintes de capacité et au resserrement de la politique monétaire que les grands pays industriels ont opéré.

... mais la croissance s'est modérée aux États-Unis.

L'expansion du PIB dépasse encore les attentes en Chine.

Les pays d'Asie (à l'exclusion du Japon) enregistrent toujours une solide expansion, et le dynamisme de l'activité en Chine continue de doper les taux de croissance à l'échelle régionale. Les perspectives concernant la hausse du PIB réel en Chine et dans les pays à marché émergent d'Asie restent très favorables, et seul un léger ralentissement est à prévoir au cours des deux prochaines années. Au Japon, le vif essor des investissements et, dans une moindre mesure, des dépenses de consommation devrait soutenir l'activité économique durant les prochaines années, au cours de ce qui s'annonce comme une période prolongée d'assainissement des finances publiques. Dans les pays de la zone euro, la croissance de la production se poursuit, mais son rythme sera limité par le faible taux d'expansion des capacités de production.

Tableau 1
Projection relative à la croissance mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) et contribution, en points de pourcentage, à la croissance économique[b]			
		2005	Projection		
			2006	2007	2008
États-Unis	20	3,2 [0,64]	3,3 [0,66]	2,6 [0,52]	3,2 [0,64]
Union européenne	19	1,6 [0,29]	2,5 [0,46]	2,0 [0,37]	2,0 [0,38]
Japon	6	2,6 [0,17]	2,7 [0,17]	2,0 [0,13]	2,0 [0,13]
Chine et ENI[c] d'Asie	19	9,2 [1,72]	9,5 [1,77]	8,6 [1,61]	7,9 [1,47]
Autres pays	36	5,7 [2,06]	5,7 [2,07]	5,7 [2,06]	5,3 [1,92]
Ensemble du monde	100	4,9	5,1	4,7	4,5

a. La part de chaque pays est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2005. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2006
b. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.
c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.
Source : Banque du Canada

Le ralentissement de la croissance à court terme aux États-Unis...

Aux États-Unis, le PIB réel devrait progresser de 3,3 % en 2006, soit un peu moins rapidement qu'on ne l'avait anticipé dans la *Mise à jour* de juillet. Ces derniers mois, l'activité a décéléré de façon marquée dans le secteur du logement, et le secteur de l'automobile a donné des signes de faiblesse. Le ralentissement observé au deuxième trimestre devrait se poursuivre jusqu'à la fin de 2006, et le taux d'augmentation du PIB se situera probablement dans une fourchette de 2 à 2 1/2 % en rythme annuel, soit en deçà du taux d'accroissement de la production potentielle, actuellement estimé à environ 3 %[9].

... devrait réduire les pressions inflationnistes dans ce pays.

Selon le scénario de référence, le taux de croissance du PIB réel des États-Unis restera inférieur à celui de la production potentielle en 2007, puis le dépassera tout au long de 2008. Ce scénario implique qu'une offre légèrement excédentaire s'accumulera dans ce pays, avant d'être graduellement absorbée en 2008. La présence

9. Les révisions apportées aux données relatives à l'économie américaine pour la période allant du premier trimestre de 2003 au premier trimestre de 2006 indiquent que la croissance du PIB réel, durant cet intervalle, a été inférieure aux chiffres avancés précédemment. Comme les révisions à la baisse résultent pour une bonne part de la progression moins rapide des investissements, notre scénario de référence table maintenant sur un degré moindre d'intensification du capital, et donc sur un taux d'augmentation du potentiel de production aux États-Unis plus faible qu'on ne l'avait estimé antérieurement.

d'un excès d'offre aux États-Unis devrait faire diminuer progressivement l'inflation tendancielle.

L'expansion devrait se raffermir aux États-Unis en 2008.

On s'attend à ce que le rythme d'expansion de la demande intérieure continue de ralentir l'an prochain aux États-Unis, en raison principalement d'un recul des dépenses des ménages en biens sensibles aux variations des taux d'intérêt, tels les logements, les véhicules automobiles et d'autres biens durables. Parallèlement, le faible coût du financement des entreprises et la forte progression des profits de ces dernières devraient soutenir encore l'investissement. Le raffermissement projeté de la croissance du PIB en 2008 est imputable essentiellement à deux facteurs. Premièrement, les secteurs du logement et de l'automobile devraient cesser de freiner la croissance. Deuxièmement, à la suite d'une nouvelle dépréciation d'environ 7 % du billet vert en termes effectifs réels au cours de la période de projection et d'une hausse des investissements dans le monde qui fera augmenter la demande de biens d'équipement fabriqués aux États-Unis, la croissance des exportations américaines devrait s'accélérer, et favoriser ainsi la réduction graduelle du déficit de la balance courante de ce pays.

Des signes témoignent d'un déplacement de la demande mondiale.

Plus généralement, comme la demande intérieure devrait progresser plus lentement aux États-Unis mais plus rapidement dans le reste du monde, on s'attend à ce que la demande soit mieux équilibrée à l'échelle du globe. Selon le scénario de référence, ce déplacement de la croissance de la demande sera facilité par la dépréciation que le taux de change effectif réel du dollar américain devrait connaître face surtout aux monnaies des économies émergentes d'Asie, du Japon et de certains pays exportateurs de pétrole qui n'avaient pas enregistré de forte appréciation entre 2002 et 2004. Une telle évolution cadre avec une résorption ordonnée des déséquilibres mondiaux.

Les cours à terme des produits énergétiques sont nettement inférieurs à ce qu'ils étaient en juillet.

Les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel à l'horizon de projection sont inférieurs à ceux envisagés dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 16). Dans le cas du pétrole brut, cela implique que le prix du baril passerait de son niveau actuel d'un peu moins de 60 dollars É.-U. à 65 dollars É.-U. d'ici le milieu de 2007, puis monterait graduellement pour atteindre 67 dollars É.-U. en 2008.

Graphique 16

Cours au comptant et cours à terme† du pétrole brut et du gaz naturel

* Cours au comptant du pétrole brut (13 octobre 2006)
• Cours au comptant du gaz naturel (13 octobre 2006)
† Prix moyen des contrats à terme sur les dix jours se terminant le 21 avril et le 13 octobre 2006

Les prix des métaux communs devraient demeurer relativement élevés.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques devrait se replier, pendant la période considérée, par rapport aux hauts niveaux observés au troisième trimestre de 2006. Ce recul projeté tient en partie au fait que les cours des métaux descendront vraisemblablement à mesure que s'accroîtront les capacités mondiales de production. Il est probable que les prix du bois d'œuvre resteront faibles, compte tenu de l'atonie de l'activité sur le marché du logement aux États-Unis. Mais comme la demande de matières premières devrait demeurer relativement vigoureuse à la faveur de l'expansion robuste de l'économie mondiale, on s'attend à ce que, dans l'ensemble, les cours des produits de base non énergétiques restent élevés en regard des niveaux enregistrés dans le passé.

La demande et l'offre globales au Canada

La progression de la demande intérieure finale devrait soutenir l'expansion économique au Canada.

Au Canada, la progression de la demande intérieure finale devrait contribuer encore de façon importante à la croissance économique au second semestre de 2006 ainsi qu'en 2007 et en 2008.

Les dépenses de consommation devraient progresser à un rythme robuste pendant la période considérée, à la faveur de nouveaux gains au chapitre du revenu réel disponible et de l'augmentation de l'avoir net des ménages. Les investissements dans le secteur du logement devraient reculer quelque peu en 2007 et 2008, après avoir grimpé encore sensiblement en 2006.

On estime que les investissements des entreprises s'accroîtront vigoureusement. Les facteurs qui laissent entrevoir une expansion robuste de l'activité sont notamment les contraintes de capacité actuelles, la poursuite attendue de la croissance de l'économie mondiale, des signes indiquant que les cours de l'énergie et des métaux demeureront relativement élevés pendant un certain temps, le maintien de conditions financières favorables, la forte rentabilité globale des entreprises, la très grande solidité des bilans, ainsi que les diminutions supplémentaires des prix des machines et du matériel importés.

Le scénario de référence suppose que les budgets des administrations publiques seront équilibrés durant la période de projection. Le rythme d'augmentation des recettes devrait marquer le pas, ce qui cadre avec le tassement de la croissance du PIB nominal. Les excédents importants qui ont été observés récemment donneraient à penser que la hausse prévue des dépenses de tous les ordres de gouvernement sera supérieure à celle de leurs recettes pendant quelque temps.

Les exportations nettes devraient brider la croissance jusqu'à la fin de 2007.

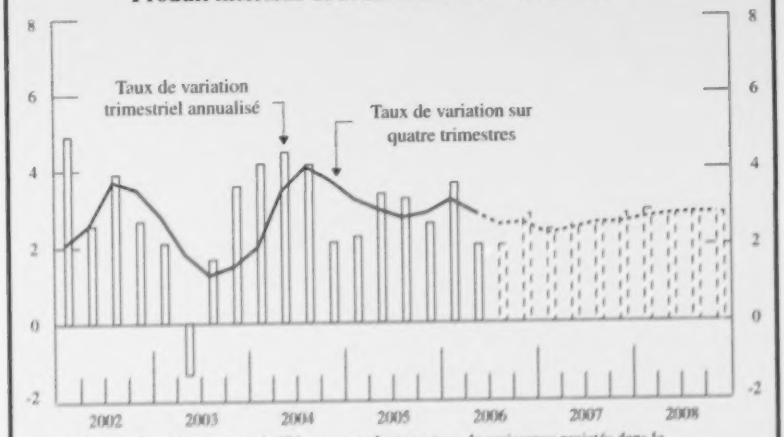
Compte tenu du ralentissement anticipé de la progression de la demande intérieure aux États-Unis en 2007 et des effets retardés de l'appréciation passée du dollar canadien, on estime que l'expansion des exportations sera faible au cours de la période considérée. Parallèlement, les augmentations substantielles continues des investissements en machines et en matériel, conjuguées aux répercussions soutenues de la montée passée du dollar canadien, devraient contribuer à dynamiser les importations. Par conséquent, on s'attend à ce que les exportations nettes brident considérablement la croissance globale en 2006 et 2007, bien que cet effet devrait s'atténuer à l'horizon projeté.

Selon les projections, le PIB du Canada croîtra à un rythme de 2,8 % en 2006, de 2,5 % en 2007 et de 2,8 % en 2008.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion annuel moyen de l'économie se situera à 2,8 % en 2006, à 2,5 % en 2007 et à 2,8 % en 2008 (Tableau 2 et Graphique 17). Les perspectives pour 2006 et 2007 sont moins favorables que celles présentées dans la *Mise à jour* de juillet, et ce,

Graphique 17

Produit intérieur brut du Canada en termes réels*



* La ligne et les colonnes en pointillé correspondent aux taux de croissance projetés dans le scénario de référence.

en raison de deux principaux facteurs. Premièrement, la détérioration des perspectives concernant l'économie américaine a entraîné une révision à la baisse des projections relatives aux exportations nettes et, dans une moindre mesure, des investissements. Deuxièmement, comme les chiffres de la tendance récente de la productivité du travail ont été plus faibles qu'escompté (ainsi qu'on l'indique à la section 2 du présent rapport), le taux de croissance de la capacité de production prévu pour la période de 2006 à 2008 a été revu à la baisse et s'établit maintenant à 2,8 %.

Ce profil de croissance du PIB tend à indiquer que l'économie affichera encore une demande légèrement excédentaire à court terme, avant de retourner au niveau de la production potentielle au second semestre de 2007. L'économie continuerait ensuite de tourner près de son plein potentiel jusqu'à la fin de 2008. Dans ce scénario de référence, ce sont la décélération à court terme et le redressement ultérieur de l'activité aux États-Unis qui, conjugués aux effets retardés des mouvements passés des taux d'intérêt et du taux de change, rétablissent et maintiennent l'équilibre entre l'offre et la demande globales au Canada. Dans cette projection, le taux directeur actuel se trouve donc à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

Tableau 2
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel*
En points de pourcentage

	2006	2007	2008
Consommation	2,2 (2,0)	1,8 (1,8)	1,7 (1,6)
Logement	0,2 (0,2)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)
Administrations publiques	0,8 (0,8)	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)
Investissements fixes des entreprises	1,0 (1,0)	0,7 (0,9)	0,5 (0,6)
Total partiel : demande intérieure finale	4,2 (4,0)	3,2 (3,4)	2,8 (2,8)
Exportations	0,6 (1,1)	0,7 (1,2)	1,1 (1,2)
Importations	-1,9 (-2,0)	-1,4 (-1,7)	-1,1 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	-1,3 (-0,9)	-0,7 (-0,5)	0 (0)
Stocks	-0,1 (0,1)	0 (0)	0 (0)
PIB	2,8 (3,2)	2,5 (2,9)	2,8 (2,8)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de juillet.

Les perspectives en matière d'inflation

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation sont demeurées stables ces six derniers mois.

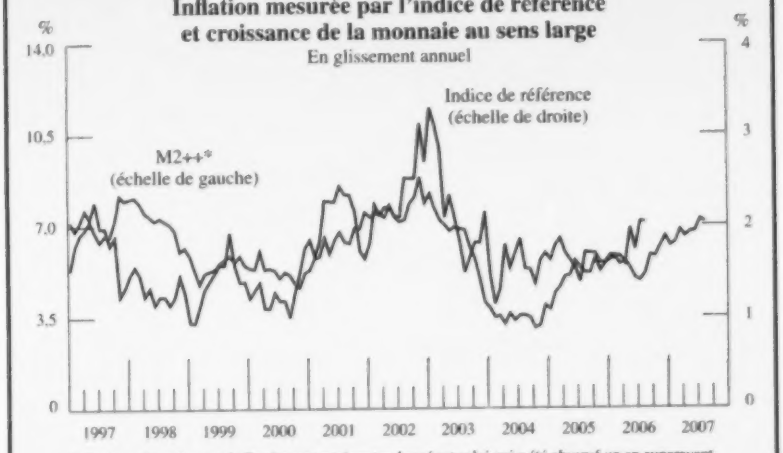
La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille sont demeurées très stables depuis la publication du *Rapport* d'avril, et les principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme continuent d'avoisiner 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, 78 % des firmes sondées estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années. Ce chiffre est quasiment le même que celui obtenu lors des trois enquêtes précédentes. En outre, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2007 s'inscrit juste en dessous de 2 %, et les taux prévus à long terme restent très proches de 2 %.

La croissance de l'agrégat monétaire au sens large M2++ s'est accélérée pour s'établir à environ 7 % (Graphique 18); ce rythme, s'il se poursuivait, cadrerait avec le maintien de l'inflation mesurée par l'indice de référence aux alentours de 2 % au cours de la prochaine année.

Graphique 18

Inflation mesurée par l'indice de référence et croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel



* Le taux de croissance indiqué pour un trimestre donné est celui qui a été observé un an auparavant. L'agrégat M2++ a été corrigé afin d'en exclure les actifs détenus dans les fonds clones.

Tableau 3
Résumé des projections selon le scénario de référence*

	2006			2007		2008
	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.	
PIB réel (taux (ou taux moyen) de croissance trimestriel annualisé)**	**2,0** *(3,2)*	**2,0** *(3,0)*	**2,8** *(3,0)*	**2,5** *(2,8)*	**2,7** *(2,7)*	**2,8** *(2,8)*
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	**2,9** *(3,2)*	**2,5** *(3,1)*	**2,6** *(3,2)*	**2,4** *(2,9)*	**2,6** *(2,8)*	**2,8** *(2,8)*
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	**1,8** *(1,8)*	**2,0** *(2,0)*	**2,1** *(2,0)*	**2,2** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	**2,6** *(2,7)*	**1,7** *(1,5)*	**1,5** *(1,8)*	**1,4** *(1,6)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	**2,6** *(2,7)*	**2,2** *(2,1)*	**2,0** *(2,4)*	**1,9** *(2,2)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
WTI*** (niveau)	**71** *(71)*	**71** *(73)*	**60** *(75)*	**64** *(76)*	**66** *(75)*	**67** *(73)*

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de juillet.

** Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

*** L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 octobre 2006.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global se chiffre à près de 2 % en moyenne à partir du milieu de 2007.

Les perspectives concernant le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global sont fortement influencées par la diminution de la TPS, qui est passée de 7 à 6 % le 1er juillet 2006, et par le comportement des marchés du pétrole brut, de l'essence et du gaz naturel (Graphique 16). Les indicateurs disponibles donnent à penser que l'inflation mesurée par l'IPC global est descendue au-dessous de 1 % en septembre 2006, en raison, d'une part, du récent repli des prix du pétrole brut et de l'essence et, d'autre part, de l'annulation des effets temporaires de l'escalade des cours de l'énergie qui avait fait suite au passage d'ouragans en septembre 2005. Le scénario de référence de la Banque suppose que l'évolution des prix du pétrole brut et du gaz naturel suivra celle des contrats à terme, dont les cours sont actuellement inférieurs à ceux présentés dans la *Mise à jour* de juillet. Par conséquent, on s'attend maintenant à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global avoisine en moyenne 1,5 % entre le dernier trimestre de 2006 et le deuxième trimestre de 2007, soit un niveau un peu moins élevé qu'on ne l'entrevoyait en juillet (Tableau 3). Après que l'incidence directe de la réduction de la TPS se sera dissipée au milieu de 2007, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir, en moyenne, près de la cible de 2 % et y demeurer pendant le reste de la période de projection.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait dépasser légèrement la cible de 2 % puis revenir à celle-ci au second semestre de 2007.

Pour sa part, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait dépasser quelque peu la cible de 2 % jusqu'au milieu de 2007, compte tenu de la demande légèrement excédentaire que l'économie affiche actuellement et de la vigueur persistante des prix des logements. Ces sources de pression à la hausse devraient être encore en partie contrebalancées par de nouvelles pressions à la baisse dues au recul continu des prix des biens manufacturés, quoique celui-ci devrait se modérer au fil du temps. On prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence sera redescendue à 2 % au second semestre de 2007 et qu'elle se maintiendra à ce niveau, à mesure que l'économie retournera à son plein potentiel et que les pressions exercées par les prix des logements s'atténueront.

Le rythme d'augmentation de la rémunération du travail devrait s'établir à environ 4 % en moyenne au début de l'horizon projeté, avant de diminuer un peu. En prenant pour hypothèse une hausse tendancielle de la productivité du travail de 1,5 %, la Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement sur douze mois des coûts unitaires de main-d'œuvre dépasse légèrement les 2 % au début de la période considérée, puis revienne à 2 % d'ici la fin de celle-ci.

Les risques pesant sur les perspectives

Les risques entourant la projection se sont accentués quelque peu depuis juillet.

Des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, continuent d'entourer le scénario de référence de la Banque. Comme elle le mentionnait dans son communiqué du 6 septembre, la Banque est d'avis que ces risques se sont accentués quelque peu depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet.

Le principal risque à la hausse est lié au dynamisme des dépenses des ménages et des prix des logements.

Le principal risque à la hausse touchant l'économie canadienne demeure lié au dynamisme des dépenses des ménages et des prix des logements. Ce dynamisme est associé au vif essor du crédit à la consommation. En accroissant la valeur nette des propriétés et, donc, la disponibilité des garanties, les fortes augmentations qu'ont connues récemment les prix des maisons ont soutenu l'expansion robuste du crédit à la consommation (Note technique 3). Il est possible que ces liens soient plus forts qu'on ne le présume ou que la valeur des maisons continue à grimper plus rapidement qu'on ne l'avait prévu, ce qui pourrait donner lieu à des majorations plus substantielles qu'escompté des dépenses des ménages et, de ce fait, à des pressions à la hausse plus intenses sur l'inflation.

Le plus important risque à la baisse tient à la possibilité que l'économie américaine ralentisse plus fortement que prévu.

Le plus important risque à la baisse pour l'économie canadienne tient à la possibilité que l'activité ralentisse plus que ce à quoi on s'attendait dans le secteur du logement aux États-Unis, et que la faiblesse de ce secteur ne se répercute sur la consommation et l'investissement. Un essoufflement plus grand de la demande intérieure américaine ferait décroître la demande d'exportations canadiennes, ce qui affaiblirait l'économie du Canada dans son ensemble. En pareilles circonstances, l'inflation serait moins élevée que celle envisagée dans le scénario de référence.

Ce scénario est entaché d'incertitudes additionnelles rattachées à ces risques principaux, notamment les deux suivantes.

Un risque à la hausse concerne les pressions exercées sur l'appareil de production à l'échelle sectorielle et régionale, qui découlent de l'explosion des prix de plusieurs produits de base. Ces pressions, dont les effets se font surtout sentir dans l'Ouest du pays (spécialement en Alberta), ont fortement poussé à la hausse les coûts de main-d'œuvre dans cette région. Il existe un risque que les prix et les salaires connaissent des augmentations encore plus rapides dans l'Ouest ou que les pressions inflationnistes observées dans les provinces visées se transmettent avec plus d'intensité au reste du pays.

Un risque à la baisse est lié aux effets qu'aura le ralentissement anticipé de la croissance de l'économie américaine sur le reste du monde, en particulier dans les pays à marché émergent qui enregistrent actuellement une très vive expansion. Dans la

Note technique 3

Les liens entre les prix des maisons, le crédit et les dépenses des ménages

En accroissant la valeur nette des propriétés et, donc, la disponibilité des garanties, les fortes augmentations qu'ont connues récemment les prix des maisons ont soutenu l'expansion robuste du crédit à la consommation. Celle-ci a, à son tour, stimulé les dépenses des ménages.

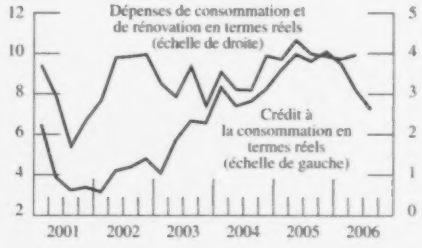
Les prix de revente des maisons au Canada ont progressé vigoureusement depuis 2001, soit de 4,4 % par an en moyenne en termes réels, alors qu'ils avaient accusé une baisse moyenne de 1,5 % l'an durant la décennie 1990[1]. Du début de 2005 à la fin de juin 2006, les prix réels des maisons se sont accrus au total de 10,7 % à l'échelle nationale; leur taux d'augmentation a été encore plus élevé en Alberta et en Colombie-Britannique, alors qu'il a dépassé les 5 % dans le reste du pays durant la même période.

La vive montée du crédit à la consommation a coïncidé avec le net renchérissement des maisons. La croissance a été particulièrement élevée dans le cas des marges de crédit personnelles, souvent garanties par l'avoir propre foncier et dont les montants ont crû d'environ 15 % en termes réels en 2006. C'est en Alberta et en Colombie-Britannique que le volume de ces marges a augmenté le plus depuis le début de l'année. Si de nombreux facteurs, notamment la croissance des revenus et de la population, ont concouru à l'accélération de la hausse du crédit, l'un des plus importants semble bien être l'ascension rapide des prix des maisons.

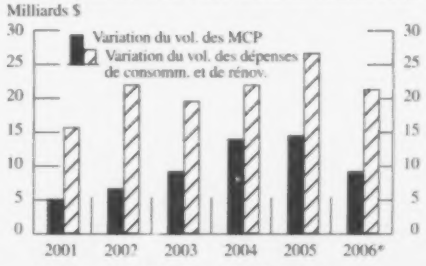
Depuis 2001, les dépenses des ménages sont restées robustes dans un contexte marqué par une forte progression des prix des maisons et du crédit à la consommation. Bien qu'il soit difficile de mesurer quelle part de l'expansion du crédit et des dépenses tient à l'évolution des prix des maisons, il est utile d'évaluer le rôle des marges de crédit dans la hausse des dépenses, ce type de crédit à la consommation étant le plus directement lié à la valeur des maisons[2]. Les analyses sectorielles et les données d'enquête indiquent qu'une part appréciable des fonds empruntés sert à financer la consommation. Cela donne à penser que le récent renchérissement des maisons a contribué à l'expansion rapide du crédit à la consommation et des dépenses des ménages.

Depuis le début de l'année, les prix des maisons ont augmenté beaucoup plus que ne l'avaient prévu les observateurs du marché, surtout en Alberta et en Colombie-Britannique. Par ailleurs, la croissance du crédit à la consommation et des marges de crédit est demeurée forte, et la plupart des ménages affichent une bonne santé financière. Même si le scénario de référence tient compte des liens qui relient la vigueur des dépenses des ménages à ces facteurs, il est possible que ces liens soient plus étroits qu'on ne le présume ou que la valeur des maisons continue à grimper, spécialement en Alberta et en Colombie-Britannique, ce qui pourrait donner lieu à de nouvelles hausses des dépenses des ménages.

Taux de croissance sur quatre trimestres du crédit à la consommation et des dépenses de consommation et de rénovation en termes réels



Variations annuelles du volume des marges de crédit personnelles (MCP) et des dépenses de consommation et de rénovation en termes réels



* Variations calculées à partir des données du premier semestre de 2006, puis annualisées.

1. Les données sur les prix de revente des maisons proviennent de Royal LePage et ont été corrigées à l'aide de l'IPC global.
2. Depuis 2001, la part que représentent les marges de crédit dans le crédit à la consommation est passée à plus de 50 %. Si cet essor a pu se faire en partie aux dépens des autres formes de prêt, il convient de souligner cependant que le renchérissement des maisons a favorisé une nette augmentation du crédit à la consommation. La part de la hausse des dépenses qui est attribuable au refinancement hypothécaire, et liée à la montée des prix des maisons, n'a pas été prise en compte, faute de données suffisantes.

mesure où les investissements des entreprises, au sein de ces économies, sont destinés à satisfaire la demande potentielle des consommateurs américains, la progression de la demande intérieure dans ces pays pourrait ne pas suffire à compenser la baisse de régime attendue de l'économie américaine. Un ralentissement plus prononcé qu'escompté de l'activité à l'échelle mondiale entraînerait vraisemblablement une réduction des prix des produits de base et une détérioration des perspectives concernant les exportations canadiennes au cours de la période projetée, ce qui exercerait une pression à la baisse sur le taux d'inflation au pays.

Dans l'ensemble, on estime que les risques sont relativement équilibrés.

Dans l'ensemble, la Banque considère que les risques entourant sa projection liée à l'inflation sont relativement équilibrés.

La correction des déséquilibres mondiaux s'opère sans heurts, quoique lentement. Toutefois, en l'absence de nouvelles mesures de politique appropriées, il subsiste une possibilité que cet ajustement devienne désordonné. Pour cette raison, la résultante des risques associés à la croissance des économies mondiale et canadienne s'inscrit légèrement en baisse vers la fin de la période de projection.

BIBLIOGRAPHIE

Armour, J. et T. Laflèche (2006). « Évaluation des mesures de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 21-31.

Banque du Canada (1991a). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991b). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication mensuelle n° 71-001-PPB au catalogue de Statistique Canada, Ottawa.

Consensus Economics Inc. (2006). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Duguay, P. (2006). « Productivité, termes de l'échange et ajustement économique », discours prononcé devant l'Association canadienne de science économique des affaires, 28 août. Document accessible à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/discours/2006/sp06-14f.html.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 1 877 782-8248
Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : www.banqueducanada.ca